



Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2017:
PERSPECTIVAS HACIA
EL CUARTO TRIMESTRE**

Servicio de Estudios de MAPFRE

Este estudio ha sido elaborado por el Servicio de Estudios de MAPFRE.
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida
en este estudio siempre que se cite su procedencia.

© De los textos:
Servicio de Estudios de MAPFRE
Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1 - Anexo
28222 Majadahonda Madrid España
servicio.estudios@mapfre.com

© De esta edición:
2017, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org
Tel.: +34 91 602 5221

Octubre, 2017.

Servicio de Estudios de MAPFRE

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Rojas Díaz

Mónica Lisset Velásquez Roldán

José Manuel Díaz Lominchar

Monika Kukuneshoska

Laura Pérez González

Contenido

| | |
|--------------------------------|---|
| Resumen ejecutivo | 7 |
|--------------------------------|---|

1. Panorama económico

| | |
|---|----|
| 1.1 El panorama económico global: actualización | 11 |
| 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas | 14 |
| 1.2.1 Estados Unidos | 14 |
| 1.2.2 Eurozona | 16 |
| 1.2.3 España | 18 |
| 1.2.4 Alemania | 20 |
| 1.2.5 Italia | 22 |
| 1.2.6 Reino Unido | 24 |
| 1.2.7 Japón | 26 |
| 1.2.8 Turquía | 28 |
| 1.2.9 México | 30 |
| 1.2.10 Brasil | 32 |
| 1.2.11 Argentina | 34 |
| 1.2.12 China | 36 |
| 1.2.13 Indonesia | 38 |
| 1.2.14 Filipinas | 40 |

2. Panorama sectorial

| | |
|--|----|
| 2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización | 43 |
| 2.1.1 Mercados globales | 43 |
| 2.1.2 Eurozona | 43 |
| 2.1.3 España | 44 |
| 2.1.4 Turquía | 45 |
| 2.1.5 Estados Unidos | 45 |
| 2.1.6 Brasil | 46 |
| 2.1.7 México | 47 |
| 2.1.8 China | 48 |
| 2.1.9 Reaseguro | 49 |
| 2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre | 49 |

| | |
|--|----|
| Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas | 51 |
|--|----|

| | |
|--|----|
| Índice de gráficas y tablas | 55 |
|--|----|

| | |
|--------------------------|----|
| Referencias | 57 |
|--------------------------|----|

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2017: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Durante el tercer trimestre, la actividad global mantuvo el dinamismo lo que anticipa un nuevo crecimiento a un ritmo cercano al 1% durante el tercer trimestre de 2017. Los indicadores reales convergen paulatinamente a los buenos datos de expectativas y esto nos lleva a esperar un dato de crecimiento global cercano al 3,5% en 2017, visiblemente superior a lo que se esperaba a inicios de año. Este buen ritmo continúa respondiendo a la aceleración y creciente sincronía cíclica de los mercados desarrollados que estimamos vienen creciendo por encima del 2% desde el segundo trimestre del año. Los mercados emergentes también aceleran en conjunto su crecimiento por encima del 4,5% gracias a una salida de la recesión más pronunciada en Rusia, Brasil y Argentina, a la par que una mayor resiliencia en la actividad de lo anticipado en México, Turquía y China.

En general, hubo convergencia entre los indicadores reales y los indicadores de expectativas globales. Los indicadores de comercio global apuntan a una estabilización durante los próximos seis meses, algo que puede interpretarse como el preámbulo a un cambio cíclico que creemos acontecerá a finales de 2018 o inicios de 2019. Este cambio cíclico se apreciará en la moderación de la inversión residencial, de equipo y de la generación de empleo a nivel global. Además, en este contexto creemos que no se habrá traslado totalmente aún el impulso a ganancias

salariales ni a aceleraciones visibles en la inflación, con lo que podría llegar un nuevo episodio de baja inflación y crecimiento.

De hecho, la inflación parece estar perdiendo tracción y esto no se debe solamente a la pérdida de dinamismo temporal del precio de la energía (lo que pone riesgos a la baja sobre nuestro escenario de convergencia de la inflación global hacia el 3,5%, en los mercados desarrollados en el entorno del 2% y en los emergentes superiores al 4,5%), sino que parece radicar en las propias expectativas de inflación recogidas en la subyacente. Por ello, nuestra previsión de inflación contiene sesgos a la baja y, en todo caso, la esperamos más influenciada por lo que ocurra en los mercados emergentes que en los desarrollados; dinámica contraria de la que globalmente se necesita para apoyar el desapalancamiento de las familias en los países emergentes y normalizar las condiciones financieras en los desarrollados.

En lo referente a la política monetaria, el mundo desarrollado ya se hace una idea del contexto de condiciones financieras que están por venir. La Reserva Federal de los Estados Unidos comienza en octubre la normalización de su balance a un ritmo de aproximadamente 2% del PIB al año durante los próximos 3 años, planeando por el momento la liquidación de una tercera parte del total de sus activos (\$4,5 Trn). Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) prevé dar su cronograma en la reunión de octubre, pero por ahora ya ha dado indicaciones de que la normalización deberá empezar como pronto a finales de 2019. Todo

parece indicar que la Reserva Federal y el BCE seguirán rigiendo sus decisiones en función de los datos macroeconómicos, pero la apuesta de que se mantenga la gradualidad y el *guidance*, continúa.

El momento cíclico domina la previsión del tipo de cambio pese a que el *timing* es favorable a la Reserva Federal que se prevé subirá una vez más tipos en diciembre hasta 1,5 pbs, mientras que respecto al BCE se descartan subidas sino hasta 2020. Dicho sea esto, el acercamiento de las curvas de tipos de los Estados Unidos y la UEM (en favor de esta) beneficiará a corto plazo la apreciación del euro frente al dólar. De esta forma, vemos el tipo de cambio euro/dólar convergiendo hacia 1,20 a finales de este año.

En los mercados emergentes continúa destacando la divergencia de políticas monetarias entre países. En México, se ha experimentado un nuevo incremento de tipos aunque las circunstancias políticas y operativas (terremotos y huracanes de septiembre) parecieran sugerir un sesgo menos restrictivo en el futuro inmediato. En cualquier caso, el mejor panorama de inflación y la estabilización del peso en niveles previos al inicio de la administración Trump, permiten sustentar esta previsión. En Brasil, continúa la relajación monetaria con seis recortes de tipos en 2017 hasta situar el SELIC en 8,75%. La moderación de la inflación permitirá que este tipo oficial termine el año en el entorno de 7,50%. Turquía, por su parte, volvió a subir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, elevando el coste promedio de financiación por encima del 9%.

Por otra parte, tanto en Brasil como en Turquía, se espera una mayor depreciación de la moneda local en línea con las vulnerabilidades reales y financieras presentes en estos momentos en ambos países que, además, podrían acentuarse ante el desarrollo de la política doméstica. En China, la intervención del banco central buscará la estabilización del renminbi en los niveles actuales hasta finales de 2017, o al menos hasta pasado el 19º Congreso del Partido Comunista Chino. Para el peso mexicano, la perspectiva es de estabilización en torno a los niveles actuales, siempre y cuando los riesgos derivados de su relación con Estados Unidos no se

deterioreen y la política monetaria de la Reserva Federal no se acelere, pero las circunstancias antes mencionadas ponen el sesgo al alza (una mayor depreciación).

A nivel global los riesgos parecen manar del desempeño de la política económica de Estados Unidos, especialmente si se incumplen las expectativas del mercado acerca de su política de re-flación global y si los precios de activos actualmente no alineados con fundamentales sufren una severa corrección (deuda corporativa, precios suelo comercial, valoración de renta variable). En este sentido, es muy relevante que el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal sea ordenado y bien comunicado para no dar lugar a un proceso parecido al *tapering* de 2013 con efectos en las carteras globales. En Europa, superado el riesgo político de las elecciones en Francia y Alemania la atención se centra en la situación política de Italia por cuanto podría ser un detonante de un evento soberano-financiero asociado a una potencial salida del Euro.

En los mercados emergentes, las principales vulnerabilidades están unidas al fuerte apalancamiento de bonos corporativos privados y, en algunos casos, en dólares. En China, además, el riesgo con implicaciones globales nace de la relación entre el sector inmobiliario, los mercados financieros y la gestión de la política económica actual, aunque es patente que la administración actual está tomando medidas macro prudenciales de contención para enfriar la economía. Algunos procesos de inflación de activos y de volatilidad nominal (tipo de cambio, entre otros) se han apaciguado, a la vez que la intervención en los mercados monetarios para frenar la depreciación del renminbi ha dado fruto.

Por ultimo, cabe señalar que desde la guerra fría el riesgo geopolítico y la probabilidad de un escenario adverso motivado por la disputa entre Estados Unidos y Corea del Norte no habían sido tan elevados.

Mercados aseguradores

Las perspectivas económicas de crecimiento, visiblemente por encima del crecimiento global previsto a principios de año, anticipan un impacto positivo en el desarrollo del mercado asegurador a nivel global, con una aportación creciente tanto de los países desarrollados como de los emergentes, gracias a la salida de la recesión en Rusia, Brasil y Argentina, y un nivel de actividad más sólido de lo previsto en México, Turquía y China.

Subsiste una visión positiva sobre la actividad y el empleo en Estados Unidos, lo cual constituye un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador en los negocios de No Vida y Vida riesgo. Por otro lado, la política monetaria cautelosa por parte de la Reserva Federal en cuanto a las subidas graduales de tipos de interés y del proceso de reducción de su balance, introduce un cierto grado de incertidumbre sobre la senda futura de tipos de interés y el tipo de equilibrio al que debe converger, lo cual podrá ser desfavorable para el desarrollo del negocio de seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias.

El buen comportamiento y revisión al alza de las previsiones del PIB de la Eurozona son buenas noticias para el sector asegurador de la UEM,

especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y de Vida riesgo. Alemania y España lideran ese crecimiento económico, pero Francia e Italia también contribuyen, lo cual debe reflejarse positivamente en sus respectivos mercados de seguros. En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, las declaraciones realizadas por parte del Banco Central Europeo de mantener su política monetaria inalterada, al menos hasta finales de 2018, confirma la prolongación del entorno de bajos tipos de interés que supone un freno al desarrollo de estas líneas de negocio en la Eurozona.

Es también de destacar que en el tercer trimestre de 2017 se han producido una serie de catástrofes naturales importantes como los huracanes Harvey, Irma y María en Norteamérica y el Caribe, y los terremotos del 7 y 19 de septiembre en Chiapas y Puebla, en México. Se necesitará todavía un tiempo para valorar definitivamente el alcance económico de estas catástrofes, pero sin duda tendrá un impacto importante en los ratios combinados y rentabilidad de los recursos propios de las reaseguradoras y, posiblemente, en la tarificación de las renovaciones de los contratos de reaseguro, en un mercado que ante la ausencia de catástrofes significativas se había vuelto muy competitivo en cuanto a precios.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: actualización

La primera mitad de 2017 estuvo marcada por la consolidación cíclica de la UEM (con un crecimiento de 2,2% a/a en el segundo trimestre) en un contexto de resiliencia de los mercados emergentes y de los desarrollados. Estados Unidos revisó los datos de crecimiento al alza (2,2% a/a en el segundo trimestre), a la par que China mantenía el momento de actividad, y Japón sorprendía al alza (con un crecimiento de 1,4% a/a en el segundo trimestre). España y Alemania siguieron siendo los principales grandes mercados europeos impulsando el crecimiento de la Eurozona, aunque la contribución de Francia e Italia fue la mayor registrada desde 2011.

- *La actividad mantiene el pulso del trimestre pasado y obliga a revisar las previsiones de 2017.*
- *En 2018 continuará el dinamismo pero todo apunta a que será el año del punto de inflexión del ciclo global.*
- *La liquidez global ya tiene un cronograma de normalización. La gestión ordenada de la retirada de estímulos globales es fundamental para evitar un shock financiero.*
- *Las vulnerabilidades se mitigan pero no desaparecen, a los riesgos del populismo se suman nuevos riesgos geopolíticos globales.*

Los mercados emergentes, en general, también abundaron en la actividad económica global otra vez, con especial participación de Rusia (2,5% a/a en el segundo trimestre), India (5,7% a/a) y los grandes del sur de Latinoamérica, que juntos aportaron la mitad del crecimiento de la región. En el tercer trimestre, sin embargo, los indicadores adelantados apuntan a una estabilización del crecimiento en los niveles actuales. Esto nos lleva a revisar nuestra previsión de crecimiento global al 3,5% (con una participación de los mercados desarrollados superior al 2% y de los emergentes al 4,5% en 2017), el cual tocará techo durante el 2018 en el que prevemos 3,6% (véase la Tabla A-1 en el Apéndice y la Gráfica 1.1-a).

Nuestra expectativa de crecimiento para el conjunto del año 2017 descuenta el hecho de que la política de re-flación de la administración Trump no se implementará hasta 2018 y en una versión moderada frente a lo originalmente previsto, limitando así tanto los efectos negativos por el lado de la oferta (inmigración, reforma sanitaria, NAFTA, proteccionismo) como los positivos del lado de la demanda (expansión fiscal, y flexibilización comercial y regulatoria). El sesgo de nuestra previsión global para el conjunto del año y para el siguiente es neutral. Hemos revisado al alza (bajo el escenario base) el crecimiento previsto para los países desarrollados y, por tanto, para el conjunto de la economía global hasta una cifra en el entorno de 3,5% en media para el periodo que marcará el cambio de ciclo de la actividad global.

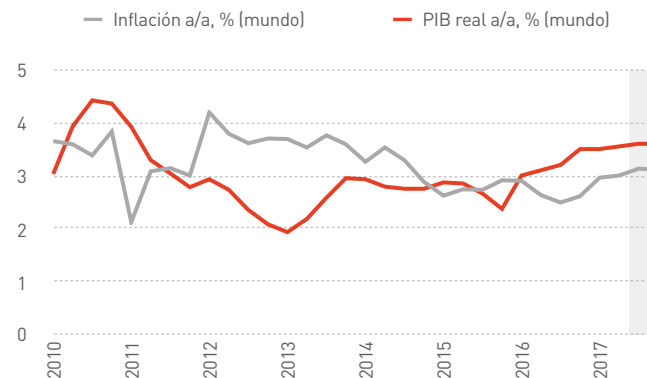
En lo relativo a la inflación, una moderación en el precio del petróleo hasta el entorno de los 55 dólares por barril de Brent y la persistencia en la contención de inflación subyacente (a causa de motivos estructurales) limitan el impulso re-inflacionario en los países desarrollados, mientras que problemas de oferta y desequilibrios visibles la aceleran en los mercados emergentes. En cualquier caso, la inflación global se mantendrá en el entorno de 3-3,5% en 2017-2018 (véase la Tabla A-2 en el Apéndice y la Gráfica 1.1-a), con cierto sesgo a la baja dada las expectativas de inflación extraída de los bonos. Esto tiene implicaciones para el tono de la política monetaria global que no verá urgencia en acelerar el endurecimiento de la misma.

A grandes rasgos, la política monetaria continúa siendo dispar y condicionada por las diferencias en el momento económico de las diferentes economías (mayor en las economías desarrolladas que en las emergentes), las diferentes presiones inflacionistas, los flujos de cartera globales, la defensa de la moneda china, la estrategia de normalización de la Reserva Federal, y otros factores como la complementariedad y viabilidad de una política fiscal más laxa. A esto se suma la certidumbre acerca del ciclo de ajuste de balance de la Reserva Federal, que se inicia de forma inminente frente al rezago previsto para el BCE (no antes de 2020). La divergencia en la intensidad y en el sentido de la política monetaria global representa un potencial riesgo aunque limitado.

Por otra parte, el menor ímpetu en los tipos de interés largos y la moderación de las expectativas de inflación en Estados Unidos han repercutido en la depreciación generalizada del dólar frente al resto de monedas del mundo. Existen motivos para creer que Estados Unidos apuesta pro-activamente por un dólar depreciado.

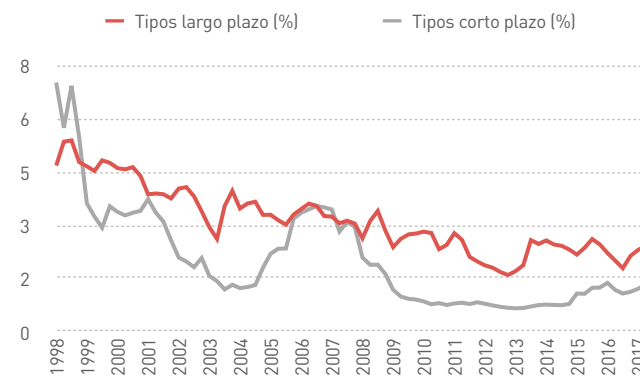
El resto de las variables financieras relevantes mantiene la tónica del trimestre pasado, con apreciaciones de la curva de tipos de interés globales limitadas (véase la Gráfica 1.1-b), que muestran mayores cambios de nivel que ganancias de pendiente a causa del riesgo de duración (mayor del anticipado el año pasado en Estados Unidos y con salvedades en la

Gráfica 1.1-a
Global: crecimiento e inflación,
2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1-b
Global: tipos de interés de corto y largo plazos, 1998-2017



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Bloomberg)

Eurozona), flujos de cartera rotando de la deuda soberana y corporativa al *equity* animados por un elevado apetito por el riesgo, como marca el bajo VIX y los tipos *high yield*.

El precio del petróleo empleado para nuestras previsiones se mantiene en 55 dólares por barril a finales de 2018, como resultado de una reconsideración del precio de largo plazo hacia un punto entre el *spot* actual y los 60 dólares por barril.

Todo apunta a que el 2018 será el año en el que los mercados emergentes ganarán nuevamente protagonismo. El ciclo político parece trasladarse a América Latina, con elecciones en México, Argentina, Brasil, Chile y Colombia de manera inminente y en los que el descontento político podría estar dando una oportunidad para el fortalecimiento de posiciones menos moderadas (Lula, Lopez Obrador y Fernández de Kirchner emergen con fuerza). En Asia emergente, destaca la reducción de la sincronía de los países con bonus poblacional (Indonesia, India, Filipinas) del resto de los países de la región, siendo su ciclo económico aún dilatado y potenciado por una política monetaria laxa.

Las vulnerabilidades y los riesgos de nuestro escenario permanecen como en el informe anterior. La enorme deuda corporativa de algunos mercados

emergentes, en muchos casos en dólares, les hace vulnerables al ciclo de la política monetaria estadounidense y a la volatilidad de su moneda; muchos de ellos con implicaciones soberano financieras relevantes y sistémicas para su sector real y capacidad para transmitir los efectos globales (China). Los procesos de inflación de activos (P/E elevados, precios residenciales lejos de fundamentales, precio de la deuda *high yield*, etc.) también representan una vulnerabilidad con capacidad para crear una crisis de balanza de pagos.

Aunque el sesgo de nuestra visión a corto plazo es a la baja, el número de escenarios de riesgo a la baja en el futuro es elevado y su probabilidad mayor. El principal a corto plazo aún deriva, por su probabilidad, de daños derivados de la política de la administración estadounidense actual (como se recoge en nuestro escenario alternativo de riesgo). El segundo, más severo pero menos probable, es un escenario de crisis en China. Y el tercero, está relacionado con el riesgo de convertibilidad de la Zona Euro, rechazo al euro y problemas de carácter sistémico en uno de sus miembros, que colapse la gobernabilidad de la Eurozona. Finalmente, es de destacar que en los últimos meses el riesgo geopolítico se ha trasladado a las relaciones de Corea del Norte con Japón y los Estados Unidos.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Gradualidad en un contexto de bonanza

Los datos de crecimiento del PIB del segundo trimestre fueron revisados hasta 2,2% a/a y los indicadores adelantados apuntan a que el dinamismo se mantenga durante el tercer trimestre. Los datos de empleo continuaron siendo buenos, con la economía virtualmente en pleno empleo aunque algo menos tensa que el trimestre pasado (+155 mil empleos nuevos), la inversión y sector exterior aportaron también al

crecimiento gracias a la depreciación del dólar. Los datos de los índices de los gestores de compras (PMIs) son positivos, aunque anticipando todavía la materialización de la políticas económicas de la administración Trump. En el tercer trimestre se estima que el crecimiento del PIB se mantenga por encima de 0,5% trimestral, lo que ratifica nuestra previsión global para lo que resta de año en 2,1-2,2%. Esta es una cifra que considera que el diferencial de crecimiento real y potencial de la economía está virtualmente cerrado.

Pese a esto, la inflación se mantuvo estable y baja en el tercer trimestre de nuevo presionada a la baja por la inflación subyacente derivada del sector servicios. Además las expectativas salariales parecen seguir ancladas, como se deduce de una inflación subyacente aún por debajo de 2%. La

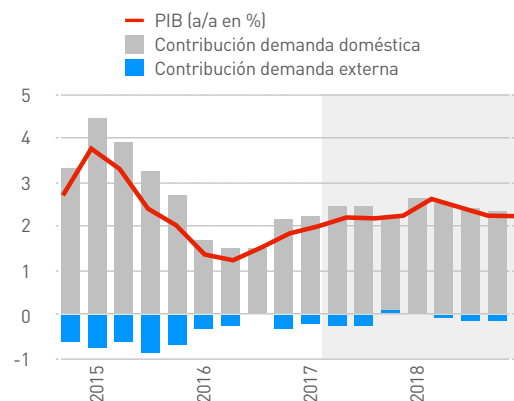
- *Mantenemos una visión positiva sobre la actividad en 2017 y 2018, pero este último será el año del cambio de ciclo.*
- *La Reserva Federal adopta mayor gradualidad en su discurso.*
- *Los riesgos siguen sesgados a la baja, especialmente el ligado con un fallo de expectativas creadas en torno a la política económica y sus efectos reales.*

política monetaria, se vuelve extremadamente cautelosa. Por un lado, la Reserva Federal reveló que en octubre comenzaría un proceso moderado de reducción del balance, con ventas de activos por valor de \$1,3 Trn durante los tres próximos años, pero por otro esta previsión llegaría a cumplir apenas *grosso modo* con el objetivo inicialmente anunciado de corregir el desequilibrio en el balance (13% del PIB) en el tiempo previsto (6/7 años). Por otro lado, aunque una nueva subida de tipos en diciembre de este año hasta 1,5% está descontada, la incertidumbre sobre la senda futura de tipos y el tipo de equilibrio al que debe converger (estimado en 3%) prevalecen. Nuestra previsión se sitúa entre el límite superior de las estimaciones del mercado y el perfil que espera la propia Reserva Federal (2% al final de 2018). Tanto el sector exportador (al que conviene un tipo de cambio débil) como la estrategia fiscal estadounidense (que prefiere bajos costes de financiación), apostarían por una muy moderada subida de tipos. La incertidumbre sobre la composición de la Reserva Federal en 2018 (con tres miembros del FOMC sustituidos y probablemente con su presidente al final de su mandato) son elementos adicionales para dudar de una Reserva Federal alcista. La política monetaria por lo tanto se mantendrá en una senda extremadamente gradual. El tipo de interés a 10 años se ubica por debajo del 2,3% y, debido a cierto riesgo de duración y a temores en la rapidez de la implementación de estímulos en economía, la curva de tipos parece estar aplanándose.

En el lado de la política fiscal, el enfoque de prueba-error de la administración Trump cuenta con un nuevo condicionante: los límites del techo fiscal y la necesidad de pasar un presupuesto antes de que termine 2017; límites que han gozado de cierta extensión dada la situación de emergencia provocada por las catástrofes naturales ocurridas el tercer trimestre del año. El 25 de septiembre se explicitó la hoja de ruta, propuesta conjuntamente por los dos partidos para abordar una reforma fiscal que pasará por pactos en la liberación de partidas de gasto discrecional no militar en el presupuesto.

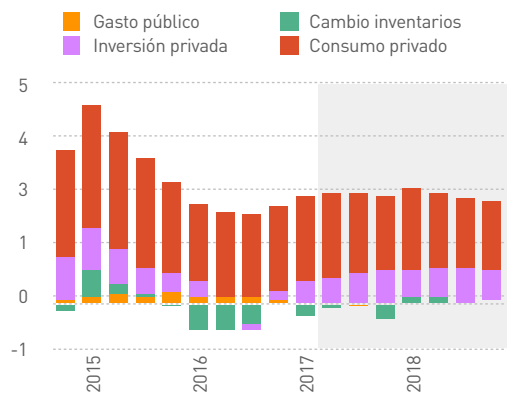
Ante el rezago de la política fiscal y la moderación de la política monetaria, así como por el acercamiento de los ciclos de Estados Unidos y la UEM, el dólar se ha depreciado hasta 1,20, en donde creemos permanecerá en 2017.

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)

Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|-------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | 2,2 | 1,7 | 2,6 | 2,9 | 1,5 | 2,1 | 2,4 |
| Contribución de la demanda doméstica | 2,1 | 1,4 | 2,3 | 3,6 | 1,7 | 2,3 | 2,5 |
| Contribución de la demanda externa | 0,1 | 0,3 | 0,3 | -0,7 | -0,2 | -0,2 | -0,1 |
| Contribución del consumo privado | 1,0 | 1,0 | 1,9 | 2,5 | 1,9 | 1,9 | 1,7 |
| Contribución de la inversión | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,1 | 0,6 | 0,7 |
| Contribución del consumo público | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 2,1 | 1,3 | 2,7 | 3,5 | 1,7 | 2,2 | 2,4 |
| Consumo total (% a/a, media) | -3,2 | 4,9 | -11,3 | -7,1 | -2,9 | -5,9 | 1,4 |
| Inversión (% a/a, media) | 6,3 | 3,0 | 4,8 | 3,6 | 0,6 | 3,1 | 3,4 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 0,4 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,4 | -0,2 | -0,4 | -1,2 | -0,2 | -0,6 | -0,5 |
| Tasa de paro (final período) | 7,8 | 6,9 | 5,7 | 5,0 | 4,7 | 4,3 | 4,2 |
| Inflación (a/a, final período) | 1,9 | 1,2 | 1,2 | 0,4 | 1,8 | 1,6 | 1,9 |
| Balance fiscal (% PIB) | -8,9 | -5,4 | -4,9 | -4,4 | -5,1 | -4,5 | -4,5 |
| Balance comercial (% PIB) | -4,8 | -4,4 | -4,5 | -4,4 | -4,2 | -4,3 | -4,3 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -2,6 | -2,1 | -2,1 | -2,4 | -2,4 | -2,4 | -2,6 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,13 | 0,13 | 0,13 | 0,17 | 0,42 | 1,12 | 1,63 |
| Tipo 10 años (final período) | 1,71 | 2,75 | 2,28 | 2,19 | 2,13 | 2,28 | 2,53 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 1,30 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,20 |
| Crédito privado (% a/a, media) | 3,1 | 7,7 | 7,7 | 2,3 | 3,5 | 5,4 | 5,8 |
| Crédito familias (% a/a, media) | -0,2 | 0,8 | 2,4 | 2,5 | 3,1 | 3,6 | 5,8 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 2,1 | 3,3 | 4,8 | 5,8 | 5,7 | 4,6 | 3,9 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | -1,9 | 2,2 | 2,9 | 2,2 | 4,1 | 2,9 | 2,2 |
| Tasa de ahorro (%) | 7,6 | 5,0 | 5,7 | 6,1 | 4,9 | 3,7 | 3,8 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.2 Eurozona

Actividad y expectativas al alza

El PIB de la Eurozona mantiene una visible ganancia de tracción al crecer a un ritmo de 2% en el segundo trimestre de 2017.

Ello ha hecho necesario revisar nuestra estimación del crecimiento esperado para el conjunto del año hasta el 2,2%, con España y Alemania como las economías europeas que lideran el crecimiento, pero con contribuciones de Francia e Italia también mejores. Así lo recogen tanto los indicadores de confianza como los datos reales (el PMI de agosto subió 0,8pp hasta 57,4, a la par que la generación de empleo la cual registra su máximo desde el inicio de la crisis). Las exportaciones e inversión mantienen el pulso pese a la apreciación del euro contra el dólar, evidenciando el efecto positivo de la diversificación exportadora de la región.

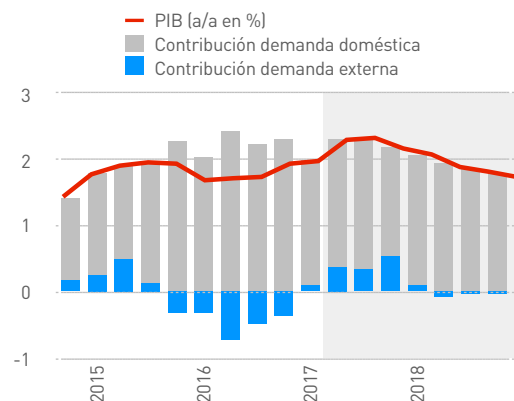
Pese al vigor de la actividad y la generación de empleo, la inflación continúa desacelerándose, llevando nuestra previsión para final de año hasta 1,2% aproximadamente, con una inflación subyacente estable pero baja.

- *La actividad económica mantiene su pulso.*
- *Revisamos al alza nuestras previsiones de crecimiento para 2017 y 2018, nuevamente hasta máximos de los últimos siete años.*
- *La política monetaria se mantendrá inalterada, al menos hasta finales de 2018. Las alusiones del BCE a su secuencia de normalización ayudan a vislumbrar la subida de tipos a partir de finales de 2019.*
- *El riesgo mayor y más inminente es el político con implicaciones soberano financieras derivadas de la situación en Italia y en España.*

El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, mantiene la política monetaria sin tocar tipos de interés ni la política de compras de activos (60 millardos de euros hasta diciembre de 2017, observante de la inflación y la actividad en el sur de Europa), aunque ya se anticipa un recorte de compras de 10 millardos hasta finales de este año. No esperamos cambios en ninguna de las partidas de la política monetaria hasta al menos el 2018 (LTROs en el primer semestre de 2018, tipos de depósito en el segundo semestre 2018, el balance del BCE en el segundo semestre de 2019 y el tipo Refi en el primer trimestre de 2020, son las partidas a alterar según el BCE a lo largo de los próximos tres años).

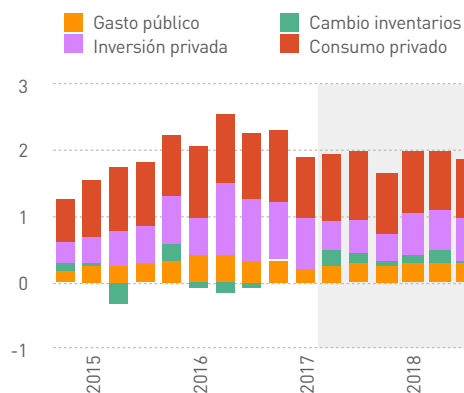
Los principales riesgos que pesan aún sobre la UEM parecen provenir de tres fuentes: los derivados de un mal acuerdo para la conclusión del Brexit (como parecía ir encaminado al haberse estancado las negociaciones, aunque se espera que esos obstáculos se hayan eliminado después del discurso de la primera ministra Theresa May en Florencia el pasado día 22 de septiembre); una renovación del “riesgo de convertibilidad” con las elecciones italianas en 2018, y el desenlace sobre las negociaciones de la *quita* griega.

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)

Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | -0,8 | -0,2 | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 2,2 | 1,9 |
| Contribución de la demanda doméstica | -2,3 | -0,6 | 0,8 | 1,8 | 2,2 | 1,9 | 1,9 |
| Contribución de la demanda externa | 1,5 | 0,4 | 0,6 | 0,1 | -0,5 | 0,3 | -0,0 |
| Contribución del consumo privado | -0,6 | -0,3 | 0,5 | 0,9 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| Contribución de la inversión | -0,7 | -0,5 | 0,1 | 0,6 | 0,9 | 0,5 | 0,6 |
| Contribución del consumo público | -0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | -2,3 | -0,6 | 1,3 | 1,8 | 2,3 | 1,9 | 2,0 |
| Consumo total (% a/a, media) | -0,9 | -0,3 | 0,8 | 1,6 | 1,9 | 1,6 | 1,5 |
| Inversión (% a/a, media) | -3,3 | -2,4 | 1,7 | 2,9 | 4,3 | 2,6 | 3,1 |
| Exportaciones (a/a en %) | 1,2 | 0,9 | 2,2 | 2,8 | 1,5 | 2,2 | 1,7 |
| Importaciones (a/a en %) | 0,3 | -0,6 | -1,0 | -3,9 | -2,0 | -1,9 | -1,7 |
| Tasa de paro (final período) | 11,8 | 11,9 | 11,4 | 10,5 | 9,7 | 8,8 | 8,3 |
| Inflación (a/a, final período) | 2,3 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 1,2 | 1,5 |
| Balance fiscal (% PIB) | -3,6 | -3,0 | -2,6 | -2,1 | -1,6 | -1,1 | -1,0 |
| Balance comercial (% PIB) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Impulso fiscal (% PIB) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | -0,0 | -0,0 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | 1,4 | 2,2 | 2,5 | 3,2 | 3,5 | 3,2 | 2,9 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,75 | 0,37 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tipo Repo | 0,20 | 0,21 | 0,21 | 0,22 | 0,24 | 0,30 | 0,30 |
| Tipo 10 años (final período) | 3,31 | 2,96 | 1,50 | 1,19 | 0,93 | 1,18 | 1,75 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,30 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,20 |
| Tasa de ahorro | 12,3 | 12,4 | 12,7 | 12,5 | 12,3 | 12,6 | 12,9 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 0,4 | -0,7 | -0,2 | 0,8 | 1,6 | 2,8 | 3,4 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 0,9 | -1,3 | 0,9 | 7,4 | 1,1 | 1,2 | 2,0 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 10,3 | 0,8 | 4,4 | 17,0 | 0,2 | 2,1 | 1,5 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.3 España

Apurando el momento

La anticipada desaceleración de la actividad económica en España parece posponerse, con un segundo trimestre de 2017 creciendo de nuevo al 0,9% trimestral, lo que afianza nuestra previsión de crecimiento para el conjunto del año en 3,1%, con sesgos al alza.

La confianza, las condiciones monetarias laxas y la creación de empleo (la tasa de paro se ubica en 17,7%) son elementos visibles que seguirán impulsando el crecimiento, apoyado en una creciente participación de la inversión residencial, de equipo y una creciente aportación del sector exterior (tanto bienes como servicios), en un contexto en el que el consumo muestra una elevada resiliencia. No obstante, aunque robusto todavía, hay indicios de agotamiento de determinados vientos de cola que anticipan una modesta desaceleración del crecimiento con respecto al año pasado.

Especialmente importantes son los límites al crecimiento del consumo, dado el aumento de la inflación en un contexto de limitado aumento salarial, y la previsible menor laxitud fiscal (el déficit público considerado en los Presupuestos Generales del Estado es de 3,1% del PIB frente al 4,3% anterior, el impulso fiscal será neutro). Otros factores que moderarán el

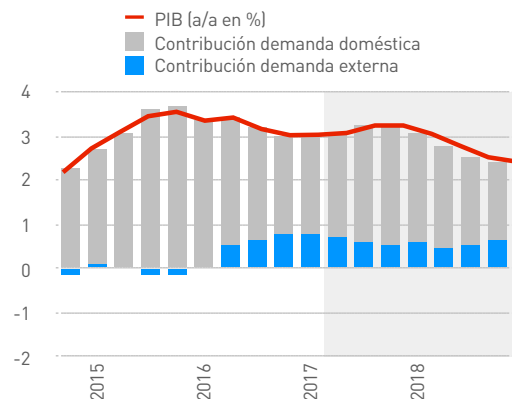
- *La actividad económica se mantiene robusta apoyada tanto en la demanda interna como en la externa.*
- *El agotamiento de los vientos de cola podría no tener un impacto negativo sobre el desempeño de la economía sino hasta 2018.*
- *La inestabilidad política ligada al proceso soberanista catalán podrá tener efectos en la confianza y en la estabilidad política y presupuestaria nacional.*

crecimiento serán la previsible fortaleza del euro, la normalización monetaria en la Eurozona (a partir de 2018) y la normalización del elevado apetito por el riesgo global.

Constatamos que la inversión residencial comienza a repuntar gracias a la reactivación del crédito hipotecario y a los flujos de inversión institucional en inmobiliario impulsados por la elevada liquidez global y la escasez de activos rentables alternativos.

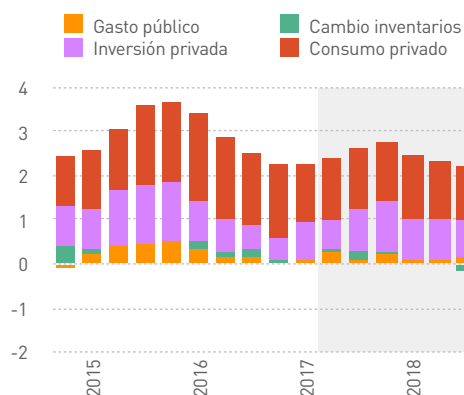
Los riesgos más evidentes para la economía española son los derivados de los conflictos regionales. En especial la crisis catalana que, más allá de la volatilidad asociada, puede tener consecuencias en la estabilidad política actual, así como en la correcta aprobación y ejecución de los Presupuestos Generales del Estado.

Gráfica 1.2.3-a
España: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

Gráfica 1.2.3-b
España: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a, media) | -2,9 | -1,7 | 1,4 | 3,2 | 3,2 | 3,1 | 2,7 |
| Contribución de la demanda doméstica | -4,9 | -3,1 | 1,3 | 3,2 | 2,8 | 2,5 | 2,1 |
| Contribución de la demanda externa | 2,0 | 1,4 | 0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Contribución del consumo privado | -2,0 | -1,7 | 0,9 | 1,6 | 1,8 | 1,4 | 1,3 |
| Contribución de la inversión | -1,9 | -0,7 | 0,4 | 1,2 | 0,7 | 0,9 | 0,8 |
| Contribución del consumo público | -1,0 | -0,4 | -0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | -5,0 | -3,1 | 1,9 | 3,4 | 2,9 | 2,6 | 2,2 |
| Consumo total (% a/a, media) | -3,8 | -2,8 | 1,1 | 2,6 | 2,6 | 2,1 | 1,9 |
| Inversión (% a/a, media) | -8,6 | -3,4 | 3,8 | 6,0 | 3,1 | 4,3 | 3,9 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,3 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 2,2 | 1,7 |
| Importaciones (a/a en %) | 1,6 | 0,1 | -1,1 | -2,4 | -0,9 | -1,5 | -1,2 |
| Tasa de paro (final período) | 25,8 | 25,7 | 23,7 | 20,9 | 18,6 | 16,3 | 14,6 |
| Inflación (a/a, final período) | 3,1 | 0,1 | -0,5 | -0,3 | 1,0 | 0,9 | 1,8 |
| Balance fiscal (% PIB) | -10,3 | -7,1 | -6,0 | -5,2 | -4,6 | -3,1 | -2,5 |
| Balance comercial (% PIB) | -2,8 | -1,4 | -2,2 | -2,0 | -1,6 | -1,6 | -0,6 |
| Impulso fiscal (% PIB) | -2,6 | -1,8 | 2,6 | 0,2 | -0,3 | 0,0 | -0,4 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -0,3 | 1,5 | 1,0 | 1,4 | 1,9 | 1,5 | 1,4 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,80 | 0,40 | 0,10 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tipo 10 años (final período) | 5,60 | 4,20 | 2,00 | 1,70 | 1,30 | 1,70 | 2,30 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,30 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,20 |
| Tasa de ahorro (%) | 8,9 | 9,9 | 9,0 | 8,4 | 8,0 | 7,2 | 7,1 |
| Crédito familias (% a/a, media) | -3,9 | -5,1 | -4,9 | -3,8 | -2,2 | 4,5 | 5,1 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | -3,4 | -9,1 | -5,1 | -3,4 | -1,9 | 0,0 | 1,6 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 7,0 | -17,4 | -11,4 | -5,2 | -26,9 | -12,6 | -12,6 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información

1.2.4 Alemania

Renovado liderazgo

En la primera mitad del año, la actividad de la economía alemana finalizó con un marcado dinamismo (2,1% a/a).

A la luz de los indicadores de expectativas, así como de algunos indicadores tempranos, el ritmo de crecimiento se mantendrá también durante el tercer trimestre de 2017, por lo que confiamos en que el crecimiento será del 2% para el conjunto del año. El vigor de la demanda doméstica se aprecia en la inversión y en las importaciones. La sorpresa positiva en el primer trimestre del año vino de la inversión en construcción, maquinaria y equipos industriales. Las exportaciones siguen y seguirán siendo el principal motor (crecimiento a/a del 3,8%).

La utilización de la capacidad industrial tocó máximos de nueve años y las expectativas en el sector de bienes de equipo son buenas. Por ello, todo indica una continuación del buen momento en la economía. No obstante, al igual que en muchos otros países, la fortaleza del empleo con el paro en mínimos no se está traduciendo en aumentos de salarios. A menos que la

- *En el primer semestre de 2017 se mantiene el dinamismo de la economía alemana, consolidando nuestra visión alcista de la actividad económica en ese país.*
- *La fortaleza del empleo y del sector exterior animan a la inversión y a la demanda doméstica en general, pero la traslación a la renta disponible per cápita aún es muy moderada.*
- *El sector exterior mantendrá el dinamismo abundando en superávit de la cuenta corriente y contribuyendo a tipos de interés de largo plazo inferiores a los del resto de la Eurozona.*

productividad aumente visiblemente o repunte la inflación, no es previsible que aumenten los salarios.

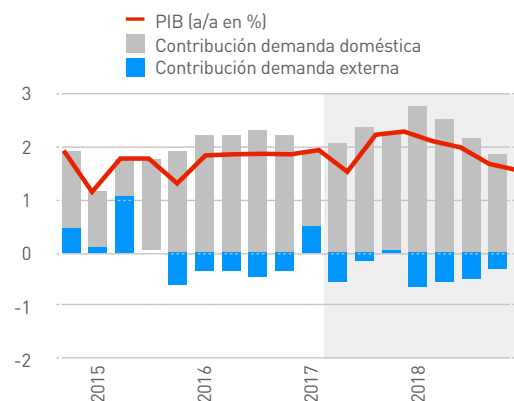
La fortaleza de la economía seguirán siendo las exportaciones y eventualmente, si siguen fuertes, podrán repercutir en necesidad de inversión en capacidad industrial, ya que la ocupación de la capacidad está en máximos. Una recuperación sincronizada de la economía mundial podría llegar a promover este escenario.

La recaudación fiscal se prevé que siga fuerte y esto está llevando a un intenso debate interno sobre posibles rebajas fiscales y también una insistencia de la UE en el mismo sentido, por ser de los pocos países con holgura para rebajas fiscales, asunto debatido en los programas electorales de las elecciones celebradas el 24 de septiembre.

Alemania mantendrá un superávit por cuenta corriente aún abultado (superior al 7% del PIB en nuestro horizonte), lo que apuntala su posición exterior positiva, la atracción de flujos de capital y tipos de interés de largo plazo por debajo de los del resto de la Eurozona.

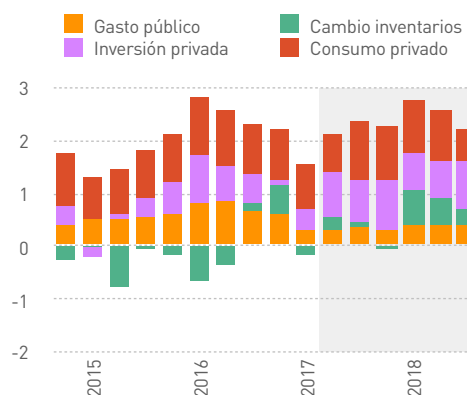
Políticamente, las elecciones generales del 24 de septiembre dieron la victoria a A. Merkel quien renueva su cuarto mandato; dadas las necesidades aritméticas, una coalición parece descontada. Sorprendentemente, sin embargo, las corrientes populistas (extrema derecha, AfD, e izquierda, Die Linke) acapararon cerca del 22% del voto en conjunto.

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de DESTATIS)

Gráfica 1.2.4-b
Alemania: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de DESTATIS)

Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | 0,7 | 0,6 | 1,9 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 1,8 |
| Contribución de la demanda doméstica | -0,7 | 0,9 | 0,8 | 1,4 | 2,2 | 2,0 | 2,3 |
| Contribución de la demanda externa | 1,4 | -0,3 | 1,1 | 0,2 | -0,4 | -0,0 | -0,3 |
| Contribución del consumo privado | 0,7 | 0,4 | 0,6 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,7 |
| Contribución de la inversión | -0,0 | -0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,6 | 0,8 | 0,8 |
| Contribución del consumo público | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | 0,3 | 0,4 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | -0,7 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 2,4 | 2,2 | 2,5 |
| Consumo total (% a/a, media) | 1,3 | 0,9 | 1,2 | 1,9 | 2,3 | 1,7 | 1,6 |
| Inversión (% a/a, media) | -0,1 | -1,1 | 3,8 | 1,0 | 2,9 | 3,8 | 4,0 |
| Exportaciones (a/a en %) | 1,6 | 0,9 | 2,3 | 2,1 | 1,2 | 2,0 | 1,5 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,1 | -1,2 | -0,6 | -3,0 | -1,6 | -2,0 | -2,0 |
| Tasa de paro (final período) | 6,8 | 6,8 | 6,6 | 6,3 | 6,0 | 5,3 | 5,2 |
| Inflación (a/a, final período) | 2,0 | 1,3 | 0,5 | 0,3 | 1,1 | 1,5 | 2,0 |
| Balance fiscal (% PIB) | -0,0 | -0,1 | 0,3 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,6 |
| Balance comercial (% PIB) | 7,3 | 7,6 | 7,8 | 8,5 | 8,6 | 8,2 | 7,7 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | 7,1 | 6,8 | 7,5 | 8,6 | 8,3 | 7,9 | 7,8 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,75 | 0,37 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tipo 10 años (final período) | 1,42 | 1,80 | 0,78 | 0,57 | 0,11 | 0,50 | 0,94 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,30 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,20 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 1,1 | 0,8 | 1,1 | 1,9 | 2,9 | 3,1 | 4,3 |
| Tasa de ahorro (%) | 9,6 | 9,8 | 10,0 | 10,3 | 9,7 | 9,3 | 9,1 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 0,8 | -0,4 | 0,3 | 0,2 | -0,1 | 0,1 | -0,2 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.5 Italia

Actividad e incertidumbre con sesgos al alza

En términos generales, la economía italiana consolida sus síntomas de recuperación. La actividad se expandió cerca de 0,4% t/t en el segundo trimestre de 2017, lo que anticipa un crecimiento promedio cercano al 1,4% en el año, apoyado en la demanda doméstica. Este es el mayor crecimiento registrado desde el inicio de la gran recesión de 2007. El consumo encuentra soporte en la leve mejoría del mercado laboral tanto en empleo como en participación, por un lado, y en la confianza del consumidor y de las empresas, por el otro.

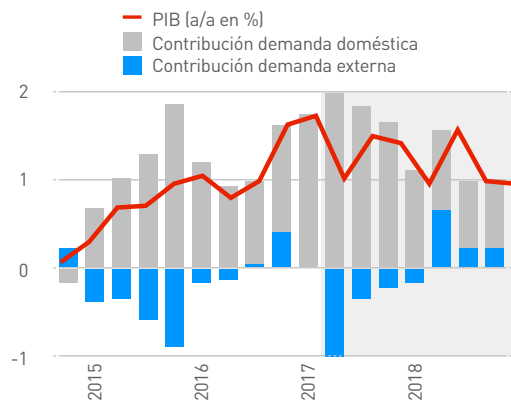
- *Los signos de recuperación que se aceleraron levemente en el primer trimestre de 2017, obligaron a una revisión del crecimiento hasta el 1,4% durante 2017.*
- *El crecimiento será, sin embargo, débil y condicional al desempeño político y a la posibilidad de reformar la economía para reducir sus vulnerabilidades.*
- *La probabilidad de un escenario político fragmentado tras unas elecciones anticipadas gana enteros, pero sigue sin ser el escenario central.*

El crecimiento de la economía italiana es aún el menos dinámico de los países grandes de la Eurozona, evidenciando vulnerabilidades que es necesario corregir: bajo crecimiento, elevada deuda pública, balances de los bancos con problemas y desafección política que ensalza movimientos populistas. Estos factores hacen temer un resurgimiento de dinámicas perversas entre los activos soberanos en manos del sistema financiero y las garantías públicas dadas por el Estado a la banca de menor tamaño.

Sin menospreciar este contexto, algunos puntos mitigantes del riesgo se pueden encontrar en el hecho de que la estructura y moneda de la deuda soberana es favorable para Italia, y que pese al contexto de menor apoyo monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE) en el futuro, M. Draghi está comprometido a no dejar caer a ninguna economía de la Eurozona, y menos a un país potencialmente sistémico. Por otro lado, la reestructuración de los balances de algunos bancos del Véneto, aunque sin gran peso sistémico, se ve como un avance positivo.

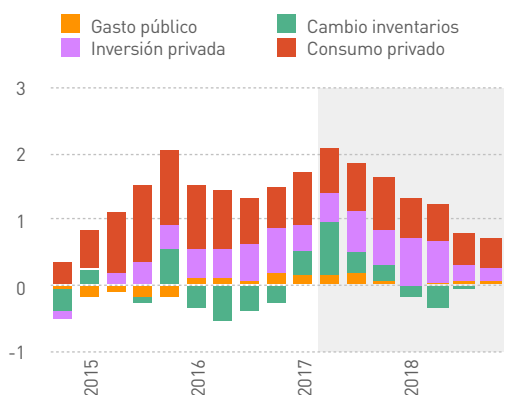
La incertidumbre política se mantiene y la probabilidad de que se celebren elecciones legislativas anticipadas es elevada, aunque no ya durante el 2017 sino probablemente durante la primera mitad del próximo año. El "no" al referéndum constitucional de finales de año pasado (necesario para impulsar reformas) y el empate político entre los partidos euroescépticos (liderados por M5E) y los partidos tradicionales, entrañan indudables factores de riesgo que podrían desatar un evento soberano financiero como el de inicios de esta década. Aunque se espera una coalición más centrada y Europeísta, la fragmentación política hace esperar, en el mejor de los casos, un gobierno en minoría.

Gráfica 1.2.5-a
Italia: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de ISTAT)

Gráfica 1.2.5-b
Italia: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de ISTAT)

Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|-------|-------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | -2,9 | -1,7 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 1,4 | 1,1 |
| Contribución de la demanda doméstica | -5,6 | -2,6 | -0,1 | 1,2 | 1,1 | 1,8 | 0,9 |
| Contribución de la demanda externa | 2,8 | 0,8 | 0,2 | -0,5 | 0,0 | -0,4 | 0,2 |
| Contribución del consumo privado | -2,4 | -1,5 | 0,1 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,5 |
| Contribución de la inversión | -1,8 | -1,2 | -0,4 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| Contribución del consumo público | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | -5,6 | -2,6 | 0,3 | 1,2 | 1,1 | 1,9 | 0,9 |
| Consumo total (% a/a, media) | -3,3 | -1,9 | 0,0 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 0,7 |
| Inversión (% a/a, media) | -9,4 | -6,6 | -2,1 | 1,4 | 3,1 | 2,9 | 2,5 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,6 | 0,3 | 0,9 | 1,0 | 0,8 | 1,2 | 0,9 |
| Importaciones (a/a en %) | 2,1 | 0,6 | -0,3 | -2,5 | -0,9 | -1,7 | -0,8 |
| Tasa de paro (final período) | 11,4 | 12,4 | 12,7 | 11,5 | 11,8 | 11,2 | 11,0 |
| Inflación (a/a, final período) | 2,5 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 1,5 | 1,2 |
| Balance fiscal (% PIB) | -2,9 | -2,9 | -3,0 | -2,7 | -2,4 | -2,2 | -2,1 |
| Balance comercial (% PIB) | 0,6 | 1,8 | 2,6 | 2,5 | 3,1 | 2,8 | 3,0 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -0,4 | 1,0 | 1,8 | 1,4 | 2,6 | 2,5 | 2,0 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,75 | 0,37 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tipo corto plazo | 0,20 | 0,21 | 0,21 | 0,22 | 0,24 | 0,30 | 0,30 |
| Tipo 10 años (final período) | 4,80 | 4,16 | 2,25 | 1,59 | 1,76 | 2,24 | 3,15 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,30 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,20 |
| Crédito familias (% a/a, media) | -0,3 | -1,4 | -1,0 | -0,3 | 0,5 | 1,0 | 2,8 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | -0,7 | -3,9 | -2,7 | -1,8 | -1,4 | 1,6 | 3,3 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | -2,9 | -30,2 | -26,9 | 1,0 | 6,6 | 6,6 | 6,2 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.6 Reino Unido

Más allá del Brexit

En el segundo trimestre de 2017, el crecimiento económico del Reino Unido (1,7%) se ha enfriado un poco con respecto al primer trimestre (2%), debido a la desaceleración del consumo privado y del comercio. Por otro lado, la inversión es el factor que aún sigue contribuyendo con un crecimiento del 2,5%. En este contexto, para el año 2017 prevemos un crecimiento del 1,7% y para 2018 del 1,5%.

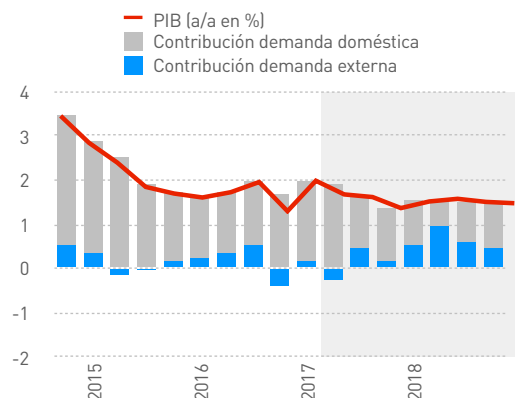
El dato de la inflación publicado en agosto (2,9%) ha sido más alto de lo que esperaba el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (2,7%). Ello se ha debido a los efectos inflacionistas provocados por la depreciación de la libra que llegan con desfase a los precios al consumidor. Por otro lado, durante el mes de septiembre la libra se ha venido recuperando frente al euro, y se ha fortalecido desde hace un año frente al dólar, lo que hace prever que las presiones inflacionistas irán a la baja.

- *Menor crecimiento en 2017 a causa de un menor consumo privado y la contención en la inversión por el Brexit.*
- *La hoja de ruta del Brexit fijó la salida de la Unión Europea (UE) en abril de 2019 pero dada la dinámica actual (falta de acuerdo) probablemente se posponga.*
- *La UE no quiere negociar las condiciones de acceso del Reino Unido al mercado Europeo sin antes haber llegado a acuerdo sobre la "factura" de la salida. Theresa May en una intervención el 22 de septiembre se dirigió a sus socios europeos proponiendo que todos los aspectos se negocien a la vez y que espera un acceso al mercado con un periodo de transición suave.*

En la reunión del Banco de Inglaterra del 14 de septiembre el Comité de Política Monetaria indicó que si la economía sigue cumpliendo su escenario central puede llegar a ser necesario un endurecimiento superior a lo que descuenta el mercado, dando claramente un tono restrictivo a su mensaje. El mercado descuenta una subida de 0,25 pbs en noviembre de este año y otros 0,25 en 2018. Sin embargo, nuestro escenario es que con el crecimiento perdiendo fuelle y la libra fortaleciéndose, las presiones inflacionistas se moderarán en 2018 y entonces el comité no se verá en la necesidad de subir tipos.

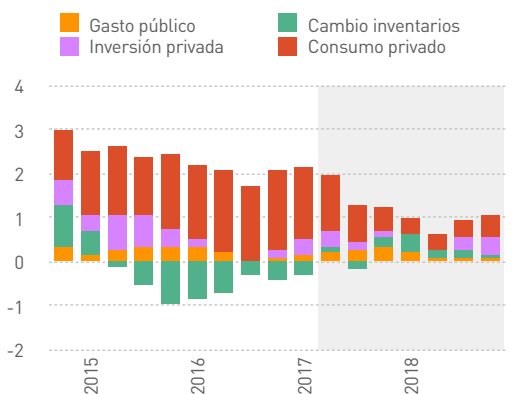
En cuanto al Brexit, la tercera ronda de negociaciones ha terminado sin avances, por el hecho de que el Reino Unido no quiere el valor propuesto por la Comisión Europea para la "factura de la salida" referente a los compromisos asumidos con anterioridad. La Comisión Europea no quiere avanzar con las negociaciones sobre las condiciones para un acuerdo comercial sin que se haya llegado a acuerdo sobre la factura de salida. El Reino Unido, por medio del discurso de la Primer Ministro, ha expresado su deseo de que todos los aspectos se negocien en conjunto ("factura", acceso al mercado, inmigración, cooperación en seguridad y defensa).

Gráfica 1.2.6-a
Reino Unido: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

Gráfica 1.2.6-b
Reino Unido: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|-------|-------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | 1,3 | 1,9 | 3,1 | 2,2 | 1,7 | 1,7 | 1,5 |
| Contribución de la demanda doméstica | 2,1 | 1,9 | 2,7 | 2,1 | 1,5 | 1,5 | 0,9 |
| Contribución de la demanda externa | -0,8 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,4 |
| Contribución del consumo privado | 1,2 | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 1,8 | 1,1 | 0,4 |
| Contribución de la inversión | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,2 |
| Contribución del consumo público | 0,3 | 0,1 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,1 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 2,2 | 1,9 | 3,6 | 2,1 | 1,5 | 1,6 | 0,9 |
| Consumo total (% a/a, media) | 1,9 | 1,3 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 1,6 | 0,7 |
| Inversión (% a/a, media) | 2,4 | 3,2 | 6,7 | 3,4 | 0,5 | 1,6 | 1,1 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,2 | 0,3 | 1,0 | 1,3 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,9 | -1,1 | -0,5 | -2,2 | -1,0 | -0,9 | -0,4 |
| Tasa de paro (final período) | 4,7 | 3,8 | 2,6 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,3 |
| Inflación (a/a, final período) | 2,7 | 2,1 | 0,9 | 0,1 | 1,2 | 3,1 | 1,6 |
| Balance fiscal (% PIB) | -8,3 | -5,7 | -5,6 | -4,3 | -3,3 | -2,9 | -2,5 |
| Balance comercial (% PIB) | -6,6 | -6,9 | -6,7 | -6,4 | -6,9 | -6,7 | -6,3 |
| Impulso fiscal (% PIB) | 0,4 | 0,5 | 1,9 | 0,9 | 1,4 | 0,4 | 0,2 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -3,7 | -4,4 | -4,7 | -4,3 | -4,4 | -3,0 | -2,1 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Tipo 10 años (final período) | 1,80 | 2,80 | 2,11 | 1,92 | 1,30 | 1,27 | 1,75 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,61 | 1,62 | 1,58 | 1,52 | 1,24 | 1,31 | 1,34 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 1,24 | 1,19 | 1,27 | 1,39 | 1,15 | 1,09 | 1,11 |
| Tasa de ahorro (%) | 8,4 | 6,7 | 6,8 | 6,5 | 5,2 | 3,9 | 5,0 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 1,1 | 1,2 | 2,1 | 2,8 | 4,2 | 3,8 | 2,5 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 5,0 | -2,5 | -3,9 | -1,0 | 0,8 | 4,2 | 2,6 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 2,7 | 7,2 | -10,3 | -15,5 | -0,1 | 4,1 | 3,6 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Office for National Statistics)

Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.7 Japón

Buenas expectativas

En la primera mitad de 2017, la economía japonesa creció un 1,4% a/a, impulsada principalmente por el consumo y por la inversión del sector privado. A esto se suma la revisión histórica realizada por el instituto nacional de estadística que eleva la participación del consumo muy por encima de lo inicialmente estimado. La aceleración del consumo en 2017 responde en parte a la anticipación de los consumidores frente a la esperada subida fiscal del 2019. Los indicadores PMI y de confianza empresarial anticipan, sin embargo, que el dinamismo se mantenga en el tercer trimestre y en lo que resta de año.

- *Aunque limitadas, las perspectivas de la economía japonesa se mantienen favorables gracias a la demanda exterior, al impulso fiscal y a la previsible depreciación del yen.*
- *El yen continuará la depreciación secular contra el dólar dado el creciente diferencial de tipos de interés de largo plazo con los Estados Unidos como consecuencia de su divergencia en la política monetaria.*
- *La política económica combinará amplios impulsos fiscales (1% del PIB) con aún extremadamente laxas condiciones monetarias y financieras a futuro (el banco central japonés es el único del que se esperan ampliaciones del QE más allá de 2020).*

A futuro se prevé que las exportaciones sigan siendo el principal motor de la actividad económica y que el gasto público apoye el consumo dado el amplio programa fiscal que se aprobó el año pasado. Ambos factores contribuirán a que el crecimiento mantenga el ritmo durante los próximos dos años. El ciclo económico y comercial global, la recuperación del

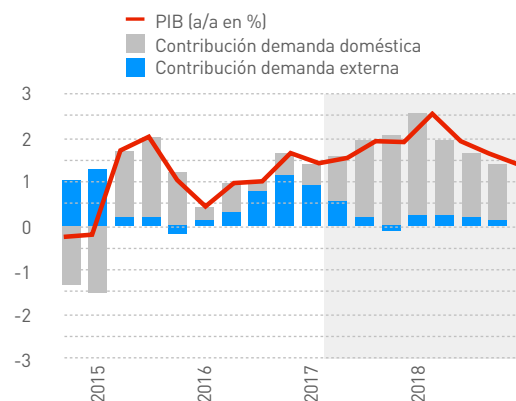
crecimiento y el reciente acuerdo de comercio con la Unión Europea serán factores de apoyo decisivos. Prevemos un crecimiento del PIB superior al 1,7%, en promedio, durante 2017 y 2018.

Se mantiene la dinámica de creación de empleo y de la actividad, pero esto por el momento no se está traduciendo en una inflación de salarios por motivos estructurales hasta que el crecimiento gane tracción. El desapalancamiento de las familias tiene efectos además en la moderación de la inflación.

La política monetaria permanecerá expansiva en ausencia de presiones inflacionistas (con la inflación marcando su sexto mes reduciéndose) y con la ambición de devolver la prima temporal de la curva soberana a terreno visiblemente positivo. La discusión de la política monetaria probablemente se va a centrar en si el Banco de Japón consigue mantener el actual ritmo de compra de bonos (JPY80 Trn) y a la vez seguir controlando la curva de tipos de interés dado el diferencial de tipos con Estados Unidos. Por lo pronto, la reunión del comité de política monetaria de septiembre mantuvo el status quo.

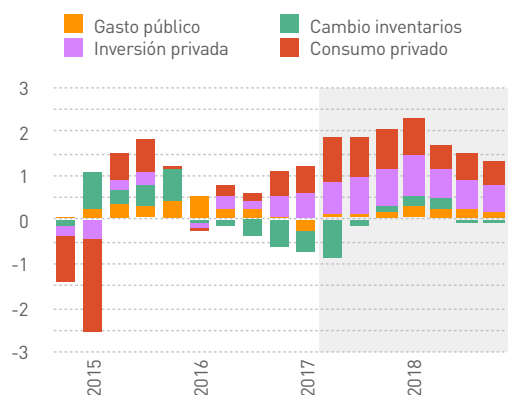
Aunque el ciclo actual ha conducido a una apreciación momentánea del yen, se espera que vuelva a depreciarse hasta 115 en el curso de 2018. Más allá del riesgo de deflación y su interacción con la deuda, el riesgo de Japón se ubica actualmente en las tensiones geopolíticas con Corea del Norte. La disolución del Parlamento a finales de septiembre y la convocatoria de elecciones anticipadas, podrá reforzar la figura de S. Abe.

Gráfica 1.2.7-a
Japón: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

Gráfica 1.2.7-b
Japón: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIB (% a/a, media) | 1,5 | 2,0 | 0,3 | 1,2 | 1,0 | 1,7 | 1,8 |
| Contribución de la demanda doméstica | 2,4 | 2,4 | -0,3 | 0,8 | 0,4 | 1,3 | 1,7 |
| Contribución de la demanda externa | -0,9 | -0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,2 |
| Contribución del consumo privado | 1,2 | 1,4 | -0,5 | -0,2 | 0,2 | 0,8 | 0,6 |
| Contribución de la inversión | 0,8 | 1,1 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,8 | 0,7 |
| Contribución del consumo público | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,2 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 2,4 | 2,4 | 0,3 | 0,8 | 0,4 | 1,3 | 1,7 |
| Consumo total (% a/a, media) | 2,0 | 2,2 | -0,6 | 0,2 | 0,6 | 1,2 | 1,2 |
| Inversión (% a/a, media) | 3,5 | 5,0 | 2,8 | 0,1 | 1,0 | 3,3 | 2,9 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,0 | 0,1 | 1,4 | 0,5 | 0,2 | 1,0 | 0,5 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,9 | -0,5 | -1,0 | -0,7 | 0,4 | -0,6 | -0,6 |
| Tasa de paro (final período) | 4,2 | 3,9 | 3,5 | 3,3 | 3,1 | 2,7 | 2,4 |
| Inflación (a/a, final período) | -0,2 | 1,5 | 2,5 | 0,2 | 0,3 | 0,5 | 0,8 |
| Balance fiscal (% PIB) | -8,3 | -7,6 | -5,4 | -3,5 | -4,6 | -5,2 | -5,6 |
| Balance comercial (% PIB) | -0,9 | -1,7 | -2,1 | -0,2 | 1,0 | 0,8 | 0,6 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 3,1 | 3,7 | 3,7 | 3,5 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 0,08 | 0,07 | 0,06 | 0,08 | -0,04 | -0,04 | -0,04 |
| Tipo 10 años (final período) | 0,76 | 0,64 | 0,45 | 0,31 | 0,00 | 0,02 | 0,06 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 81,28 | 100,43 | 114,55 | 121,44 | 109,45 | 110,00 | 114,55 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 105,40 | 136,75 | 142,83 | 133,01 | 118,01 | 132,00 | 137,46 |
| Crédito privado (% a/a, media) | 0,9 | 3,6 | 1,6 | 2,1 | -0,2 | 4,4 | 3,7 |
| Crédito familias (% a/a, media) | -2,8 | 1,1 | 0,9 | 1,5 | 1,6 | 1,8 | 0,8 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 0,0 | -0,1 | 0,8 | 1,1 | 2,2 | 6,1 | 2,7 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 4,3 | 3,9 | 8,5 | 7,7 | -0,5 | 6,1 | 1,1 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.8 Turquía

Crecimiento sostenido hasta ahora

En la primera mitad de 2017, y aún en un entorno de retos económicos y políticos, la actividad económica en Turquía registró un incremento superior al 5,5% en tasa interanual ajustada. Este crecimiento se basó fundamentalmente en la inusitada aceleración de la actividad registrada en el segundo trimestre (2,1% t/t o 6,5% a/a).

El repunte sorprendió al alza y gracias al soporte de las políticas de apoyo público. El tercer trimestre de 2017

anticipa una corrección del dinamismo si atendemos al brusco ajuste que ha sufrido el crédito privado ajustado de tipo de cambio desde el 30% hasta el 15% en tasa interanual.

El repunte llevará al PIB a crecer en línea con lo anticipado el trimestre anterior (en el entorno del 4%), apoyado sobre todo en la demanda doméstica (consumo e inversión privadas empujadas por crédito con garantías públicas e impulso fiscal), aunque también por el sector exterior, especialmente el turismo que crece visiblemente en contraposición al año pasado. Habida cuenta de la naturaleza del shock de demanda,

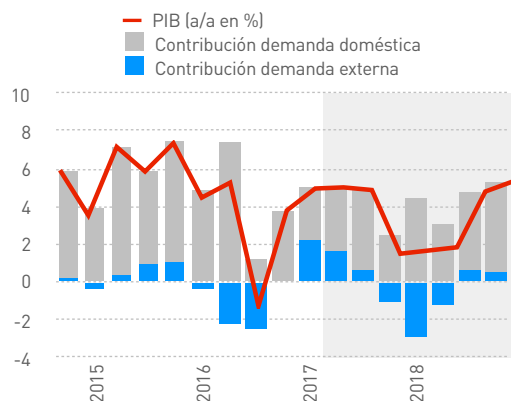
- *La economía turca mantiene un ritmo de crecimiento sostenido, basado en buena parte en el apoyo de las políticas públicas.*
- *Turquía volvió a subir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, elevando el coste promedio de financiación.*
- *Se espera una mayor depreciación de la lira turca en línea con las vulnerabilidades reales y financieras que, además, podrían acentuarse ante el desarrollo de la política interna.*

consideramos que en el mejor de los casos el crecimiento del PIB retornará a su crecimiento potencial, cerca del 3,5% en 2018.

La inflación siguió subiendo en el segundo trimestre del año superando los dos dígitos debido a alimentación y bebidas y aunque recientemente se ha desacelerado levemente se prevé que a final de año se ubique muy por encima del objetivo del Banco Central (+9% contra el 5% objetivo), lo que anticipa que el endurecimiento de la política monetaria proseguirá al menos temporalmente.

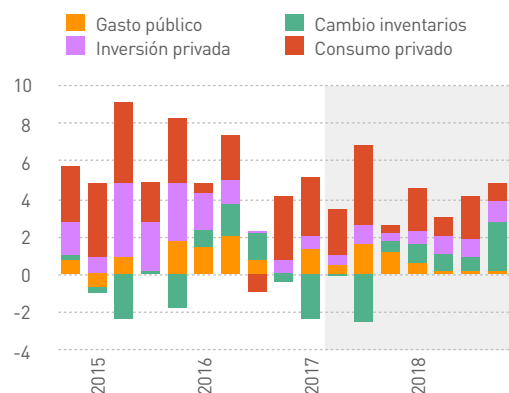
El banco central subió los tipos de la facilidad marginal de crédito en el segundo trimestre hasta el entorno del 11,9%, lo que ha llevado al endureciendo en más de 300 pbs el coste medio de financiación de manera acumulada en lo que va de año (8,5%). Se espera que esta estrategia prosiga hasta llegar a un coste medio de financiación del 10%. La lira turca (3,3 TRY/USD en 2016) se prevé que se deprecie hasta el entorno de 3,5 TRY/USD a finales de año.

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)

Gráfica 1.2.8-b
Turquía: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|------|-------|------|
| PIB (% a/a, media) | 4,9 | 8,5 | 5,3 | 6,0 | 3,3 | 4,1 | 3,4 |
| Contribución de la demanda doméstica | 1,8 | 10,3 | 3,4 | 5,5 | 4,3 | 3,2 | 4,1 |
| Contribución de la demanda externa | 3,2 | -1,8 | 1,9 | 0,5 | -1,3 | 0,9 | 0,5 |
| Contribución del consumo privado | 2,0 | 5,0 | 1,9 | 3,4 | 1,4 | 2,5 | 1,6 |
| Contribución de la inversión | 0,8 | 3,8 | 1,3 | 2,6 | 1,0 | 0,7 | 1,0 |
| Contribución del consumo público | 1,0 | 1,1 | 0,4 | 0,5 | 1,1 | 1,2 | 0,4 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 1,7 | 10,1 | 3,2 | 5,4 | 4,3 | 3,2 | 4,1 |
| Consumo total (% a/a, media) | 3,8 | 7,9 | 3,0 | 5,2 | 3,2 | 4,9 | 2,6 |
| Inversión (% a/a, media) | 2,9 | 14,0 | 5,5 | 9,1 | 3,2 | 2,3 | 3,3 |
| Exportaciones (a/a en %) | 3,7 | 0,3 | 1,8 | 1,0 | -0,4 | 2,0 | 0,2 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,1 | -2,1 | 0,1 | -0,4 | -0,9 | -1,1 | -1,0 |
| Tasa de paro (final período) | 8,6 | 9,3 | 10,7 | 10,5 | 12,1 | 12,2 | 11,2 |
| Inflación (a/a, final período) | 6,8 | 7,5 | 8,8 | 8,2 | 7,6 | 9,3 | 8,3 |
| Balance fiscal (% PIB) | -1,9 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -1,3 | -2,5 | -2,5 |
| Balance comercial (% PIB) | -7,5 | -8,4 | -6,8 | -5,6 | -4,8 | -6,1 | -5,3 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -5,5 | -6,7 | -4,7 | -3,8 | -3,8 | -4,8 | -4,1 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 5,71 | 4,50 | 8,25 | 7,50 | 7,71 | 8,00 | 7,25 |
| Coste medio de financiación | 5,92 | 6,20 | 9,11 | 9,39 | 8,53 | 10,25 | 8,73 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 1,79 | 2,03 | 2,26 | 2,91 | 3,28 | 3,45 | 3,49 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 2,32 | 2,75 | 2,82 | 3,19 | 3,53 | 4,14 | 4,19 |
| Crédito privado (% a/a, media) | 19,8 | 28,8 | 23,2 | 23,0 | 12,9 | 19,6 | 11,3 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 15,9 | 24,0 | 16,3 | 12,5 | 7,1 | 15,4 | 10,8 |
| Crédito S.P. no financiero (% a/a, media) | 21,5 | 31,1 | 30,1 | 29,9 | 14,7 | 17,4 | 10,2 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 13,1 | 24,3 | 22,4 | 26,4 | 9,0 | 19,9 | 5,4 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.9 México

Resistencia del consumo

A partir de los datos de crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2017 (+1,8% a/a), se constata una visión moderadamente optimista que permite afianzar una previsión de crecimiento para el conjunto del año de hasta el 2,5%, gracias a una mayor contribución del sector exterior, a la resistencia del consumo privado y, más recientemente, al renovado impulso fiscal derivado del ciclo electoral (elecciones generales en 2018) y del efecto de las catástrofes naturales.

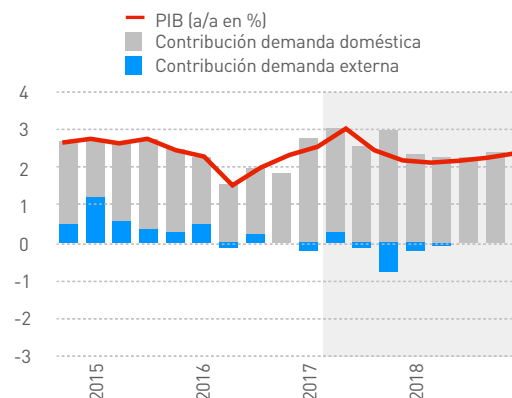
- *En el segundo trimestre de 2017, el crecimiento del PIB confirma una visión ligeramente más alcista para el resto del año, gracias al contexto global y las mejores perspectivas para el consumo.*
- *La inflación se mantiene alta, lejos de la banda objetivo del banco central, por lo que se prevé que se mantengan los tipos de interés en 7%.*
- *Los riesgos para la economía mexicana se mantienen aún sesgados negativamente.*

La inflación se aceleró nuevamente durante el tercer trimestre, tanto a nivel general como a nivel subyacente, alcanzando 6,7% en agosto, lo que superó las bandas objetivo del banco central (objetivo de 3% +-1%). No obstante, estimamos que la inflación se ubicará en el entorno de 6,3% a finales de año, y las expectativas de inflación a más de dos años devuelven la estimación de esta al rango objetivo del banco central al término del año 2018 en respuesta a la política monetaria, la previsible apreciación de la moneda y al fin del ciclo electoral.

El Banco de México incrementó el tipo de interés oficial +50 pbs en junio, llevándolo hasta 7% donde ha permanecido. Dada la dinámica de inflación y la previsible senda de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, no se espera un nuevo incremento de tipos antes de que acabe el año (así se ha confirmado en la reunión del banco central de finales de septiembre), por lo que prevemos que la *tasa de fondeo* se sitúe en 7%. No obstante, el propio Banco de México en su más reciente reunión de política monetaria ha señalado que, hacia adelante, evaluará no solo la posición monetaria relativa México-Estados Unidos, sino también el posible impacto de los recientes sismos sobre los precios de la economía.

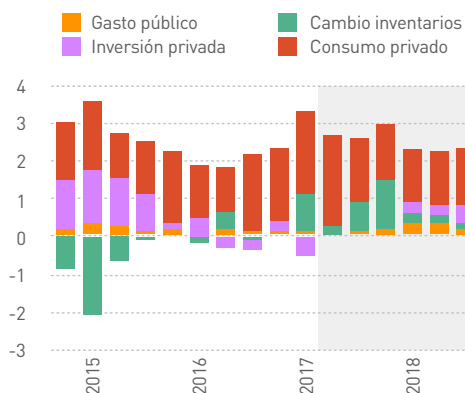
El tipo de cambio se ubica nuevamente en niveles previos al inicio de la administración Trump (en torno a 18 MXN/USD) tras haber comenzado el año casi en 22 MXN/USD. A la luz de la atenuación de la senda monetaria restrictiva de la Reserva Federal y de las mejores perspectivas sobre la renegociación del NAFTA, prevemos un peso cotizando entre 17 y 18 MXN/USD a finales de este año.

Gráfica 1.2.9-a
México: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)

Gráfica 1.2.9-b
México: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)

Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a, media) | 3,8 | 1,6 | 2,3 | 2,7 | 1,9 | 2,5 | 2,2 |
| Contribución de la demanda doméstica | 3,5 | 1,9 | 1,4 | 2,1 | 1,8 | 2,8 | 2,3 |
| Contribución de la demanda externa | 0,3 | -0,3 | 0,8 | 0,6 | 0,2 | -0,2 | -0,0 |
| Contribución del consumo privado | 3,1 | 1,7 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 2,0 | 1,5 |
| Contribución de la inversión | 1,1 | -0,3 | 0,3 | 1,0 | 0,0 | -0,1 | 0,4 |
| Contribución del consumo público | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 3,5 | 2,0 | 2,0 | 2,1 | 1,8 | 2,8 | 2,3 |
| Consumo total (% a/a, media) | 4,5 | 2,3 | 1,9 | 2,3 | 2,3 | 2,7 | 2,2 |
| Inversión (% a/a, media) | 4,8 | -1,5 | 2,9 | 4,4 | 0,1 | -0,5 | 2,0 |
| Exportaciones (a/a en %) | 1,9 | 0,7 | 2,3 | 3,7 | 0,5 | 2,8 | 1,1 |
| Importaciones (a/a en %) | -1,5 | -1,1 | -1,2 | -4,0 | -0,2 | -3,0 | -1,2 |
| Tasa de paro (final período) | 4,9 | 4,6 | 4,4 | 4,2 | 3,5 | 3,6 | 4,0 |
| Inflación (a/a, final período) | 4,1 | 3,7 | 4,2 | 2,3 | 3,2 | 6,3 | 3,5 |
| Balance fiscal (% PIB) | -2,6 | -2,4 | -3,2 | -3,4 | -2,6 | -1,9 | -2,5 |
| Balance comercial (% PIB) | 0,0 | -0,1 | -0,2 | -1,3 | -1,3 | -0,9 | -1,1 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -1,3 | -2,5 | -1,8 | -2,5 | -2,2 | -1,9 | -2,1 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 4,50 | 3,57 | 3,00 | 3,04 | 5,09 | 7,00 | 6,13 |
| Tipo 10 años (final período) | 5,42 | 6,15 | 5,88 | 6,06 | 6,81 | 6,75 | 6,33 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 12,95 | 13,02 | 13,90 | 16,76 | 19,84 | 17,61 | 17,83 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 16,79 | 17,72 | 17,37 | 18,36 | 21,39 | 21,13 | 21,40 |
| Crédito privado (% a/a, media) | 15,0 | 14,0 | 10,8 | 13,6 | 16,3 | 11,8 | 6,2 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 11,3 | 9,1 | 8,2 | 8,4 | 12,8 | 8,9 | 5,6 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 1,4 | 15,4 | 9,8 | -11,4 | 3,5 | 4,6 | 13,3 |
| Tasa de ahorro (%) | 13,4 | 13,3 | 12,3 | 12,5 | 11,5 | 10,8 | 10,8 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.10 Brasil

Esperanzas y oportunidades

El dato de PIB al segundo trimestre de 2017 de Brasil (0,3% a/a) fue el primer dato positivo desde la recesión, marcando el final de la misma.

Este crecimiento fue posible gracias a un comportamiento mejor del consumo y de las exportaciones. Se ratifica así nuestra visión para la economía brasileña de salida de la recesión durante 2017, con un crecimiento que revisamos al alza para situarlo en 0,4%.

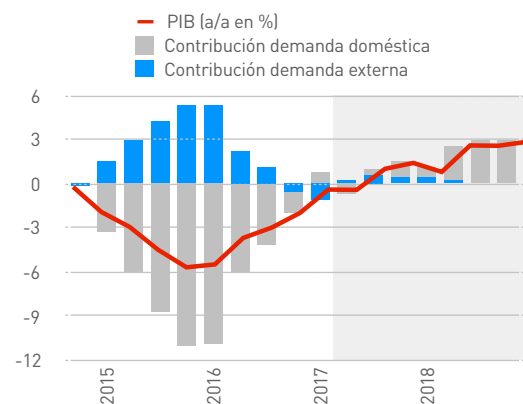
Por otra parte, la sostenida reducción de la inflación situándose en 2,5% interanual en agosto ha permitido al Banco Central recortar los tipos de interés seis veces a lo largo de 2017 situando el SELIC (tipo de interés de intervención) en el 8,25% en septiembre. Prevemos que terminará el año en torno al 7,50%.

Por su parte, el apoyo de impulsos fiscales dependerá de la viabilidad de la política fiscal y, en buena medida, del desarrollo del entorno político en ese país. En estos momentos, el Presidente Michel Temer ha salido airoso de un

procedimiento de destitución, pero aún no se sabe si su mandato tendrá suficiente fuerza para continuar, si sobrevivirá a las elecciones de 2018, y si en el camino existirá verdadera voluntad para hacer reformas que mantengan la credibilidad institucional. Las reformas más importantes son la del sistema de pensiones y la fiscal, claves para la reducción del déficit y, por tanto, para mejorar la sostenibilidad de la deuda soberana.

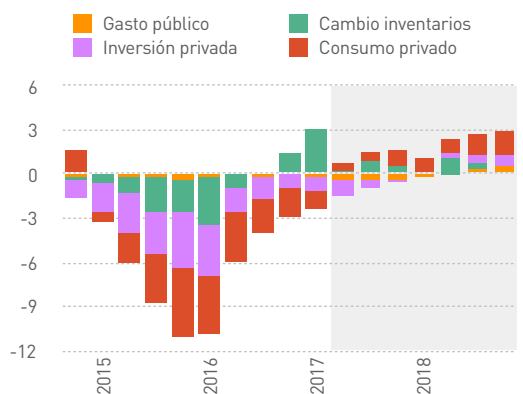
- *Un crecimiento positivo en el segundo trimestre del año parece ser la indicación del inicio de la salida de la recesión de la economía brasileña.*
- *La inflación se desacelera y da un respiro al banco central a corto plazo, lo que marca posibles bajadas de tipos de interés hasta final del presente año.*
- *Aunque el Presidente Temer está comprometido con las reformas estructurales de la economía, los problemas políticos y la cercanía de elecciones las ponen en peligro. Sin reformas, difícilmente habrá sostenibilidad fiscal.*

Gráfica 1.2.10-a
Brasil: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

Gráfica 1.2.10-b
Brasil: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | 1,9 | 3,0 | 0,5 | -3,8 | -3,6 | 0,4 | 2,2 |
| Contribución de la demanda doméstica | 2,0 | 4,0 | 0,5 | -7,3 | -5,6 | 0,4 | 2,2 |
| Contribución de la demanda externa | -0,1 | -1,0 | 0,0 | 3,5 | 2,0 | 0,0 | 0,0 |
| Contribución del consumo privado | 2,3 | 2,3 | 1,5 | -2,7 | -2,9 | 0,2 | 1,3 |
| Contribución de la inversión | 0,2 | 1,2 | -0,8 | -2,9 | -1,9 | -0,7 | 0,4 |
| Contribución del consumo público | 0,4 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,4 | 0,2 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 1,9 | 3,8 | 0,2 | -6,8 | -5,3 | 0,4 | 2,2 |
| Consumo total (% a/a, media) | 3,2 | 3,1 | 2,0 | -3,3 | -3,5 | -0,1 | 1,8 |
| Inversión (% a/a, media) | 0,8 | 5,8 | -4,1 | -14,0 | -10,0 | -3,8 | 2,2 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,0 | 0,4 | 0,2 | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 0,5 |
| Importaciones (a/a en %) | -0,1 | -1,4 | 0,4 | 2,3 | 1,5 | -0,3 | -0,7 |
| Tasa de paro (final período) | 6,9 | 6,2 | 6,5 | 9,0 | 12,0 | 12,6 | 12,3 |
| Inflación (a/a, final período) | 5,6 | 5,8 | 6,5 | 10,4 | 7,0 | 3,0 | 4,5 |
| Balance fiscal (% PIB) | -2,3 | -3,0 | -6,0 | -10,2 | -9,0 | -8,5 | -7,7 |
| Balance comercial (% PIB) | 0,7 | 0,0 | -0,3 | 1,0 | 2,5 | 2,7 | 2,0 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -3,0 | -3,0 | -4,2 | -3,3 | -1,3 | -0,9 | -2,0 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 7,28 | 9,63 | 11,32 | 14,25 | 13,97 | 7,62 | 7,25 |
| Tipo 10 años (final período) | 9,21 | 12,17 | 12,29 | 15,74 | 11,59 | 8,97 | 8,79 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 2,06 | 2,28 | 2,55 | 3,84 | 3,29 | 3,16 | 3,48 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 2,67 | 3,10 | 3,19 | 4,21 | 3,55 | 3,80 | 4,17 |
| Crédito familias (% a/a, media) | 17,6 | 16,4 | 14,1 | 10,0 | 4,3 | 5,0 | 10,1 |
| Tasa de ahorro (%) | 18,4 | 17,8 | 18,9 | 19,0 | 19,6 | 19,8 | 19,8 |
| Impulso fiscal (% PIB) | -0,8 | -0,5 | -2,2 | -1,3 | -0,7 | 0,1 | 0,0 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.11 Argentina

Mejora la composición y las previsiones de actividad pero permanecen los riesgos

Los datos de contabilidad nacional ratifican el impulso en la actividad económica en la primera mitad de 2017, con lo que Argentina oficialmente abandona la recesión gracias a la recuperación en sectores primarios y a la inversión pública, fundamentalmente.

La inversión sigue siendo el principal motor del crecimiento (especialmente en agricultura, energía renovable, infraestructura pública y ventas de cemento), lo que hace prever un crecimiento del 2,5% durante el 2017. Este dato supone una revisión al alza con respecto a lo publicado el trimestre pasado.

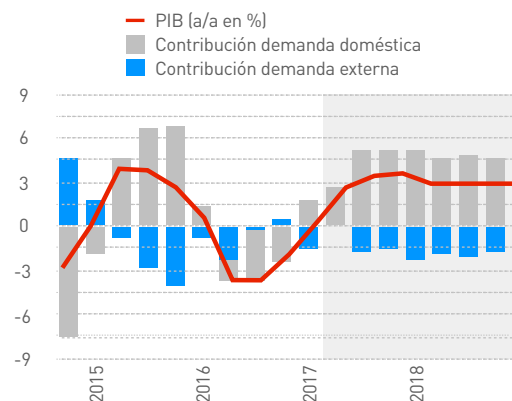
- *El crecimiento se ha revisado al alza y con nuevos fundamentos para ser sostenible.*
- *La inversión y el sector exterior, crecientemente sustituidos por el consumo privado (gracias a las ganancias de la renta real), peligran si la inflación vuelve a descontrolarse.*
- *Los riesgos son aún a la baja y derivados de factores domésticos.*
- *Las elecciones de finales de 2017 son un elemento a seguir puesto que pueden hacer que el país regrese al anterior esquema de economía política, aunque ese escenario, de momento, se descarta.*

En este sentido, anticipamos una mayor aportación del consumo en virtud del previsible incremento de la renta real, con ganancias en el empleo formal y expectativas de moderación de la inflación que se reduce a menos de la mitad de lo registrado a finales de 2016.

Los riesgos políticos siguen siendo significativos, especialmente dado el descontento de sectores de la sociedad con el Presidente Mauricio Macri dada la persistente erosión de la renta disponible y la ampliación de la brecha social. Los riesgos electorales son evidentes, más aun desde que Cristina Fernández de Kirchner anunció la posibilidad de volver, pero los censos de intención de voto y el resultado de las elecciones locales en Buenos Aires permiten anticipar que Macri está asentando su posición.

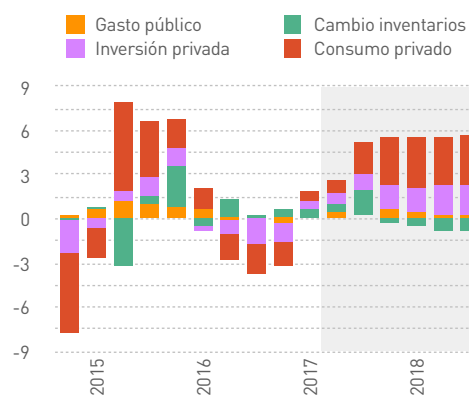
Una consolidación fiscal difícil, el descontento popular y tensiones en el mercado de bonos pueden volver a tener implicaciones para los mercados de capitales apuntando posibles nuevas depreciaciones de la moneda argentina contra el dólar.

Gráfica 1.2.11-a
Argentina: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INDEC)

Gráfica 1.2.11-b
Argentina: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INDEC)

Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a, media) | -0,9 | 2,4 | -2,5 | 2,6 | -2,2 | 2,5 | 2,9 |
| Contribución de la demanda doméstica | -1,3 | 4,1 | -4,2 | 4,1 | -1,5 | 3,7 | 4,9 |
| Contribución de la demanda externa | 0,3 | -1,8 | 1,7 | -1,5 | -0,7 | -1,2 | -1,8 |
| Contribución del consumo privado | 0,8 | 2,6 | -3,1 | 2,4 | -1,0 | 1,7 | 3,4 |
| Contribución de la inversión | -1,5 | 0,5 | -1,2 | 0,7 | -1,0 | 1,0 | 1,9 |
| Contribución del consumo público | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 0,3 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | -1,2 | 4,0 | -3,8 | 4,0 | -1,4 | 3,5 | 4,5 |
| Consumo total (% a/a, media) | 1,4 | 3,9 | -3,2 | 4,0 | -1,1 | 2,4 | 4,2 |
| Inversión (% a/a, media) | -7,0 | 2,5 | -6,6 | 3,8 | -5,0 | 5,1 | 9,6 |
| Exportaciones (a/a en %) | -0,8 | -0,7 | -0,5 | -0,8 | 0,9 | 1,1 | 0,6 |
| Importaciones (a/a en %) | 1,1 | -1,0 | 2,3 | -1,2 | -1,6 | -2,3 | -2,0 |
| Tasa de paro (final período) | 6,9 | 6,4 | 6,9 | 7,0 | 7,6 | 7,7 | 6,9 |
| Inflación (a/a, final período) | 10,6 | 26,2 | 39,0 | 24,9 | 43,5 | 22,2 | 15,3 |
| Balance fiscal (% PIB) | -1,0 | -2,2 | -3,2 | -4,0 | -4,3 | -3,7 | -3,8 |
| Balance comercial (% PIB) | 2,6 | 0,8 | 1,1 | -0,1 | 0,8 | -0,5 | -0,8 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -0,4 | -2,1 | -1,5 | -2,7 | -2,7 | -3,8 | -3,5 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 12,81 | 16,37 | 26,35 | 36,33 | 27,42 | 25,50 | 19,38 |
| Tipo corto plazo | 12,81 | 16,37 | 19,85 | 23,80 | 19,87 | 17,92 | 15,47 |
| Tipo largo plazo | 12,02 | 11,29 | 9,58 | 7,26 | 6,87 | 6,16 | 6,32 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 4,80 | 6,05 | 8,51 | 10,04 | 15,44 | 17,53 | 18,42 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 6,22 | 8,24 | 10,64 | 10,99 | 16,65 | 21,04 | 22,11 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.12 China

Sigue la desaceleración controlada

En el segundo trimestre de 2017 el crecimiento superó por tercera vez consecutiva el objetivo del gobierno (6,5%) registrando un crecimiento interanual de 6,9%. Los indicadores adelantados de la actividad global nos hacen prever que la tónica del año se mantenga, para comenzar a desacelerarse en 2018 cuando los efectos del ajuste monetario y fiscal comiencen

a notarse. Una gran parte del estímulo de los últimos meses ha sido consecuencia de la necesidad de cumplir con objetivos a revisar en la reunión del Comité del Partido Comunista que se celebrará en octubre.

La administración está intentando equilibrar el objetivo de crecimiento y la estabilidad financiera por la vía de la intervención en los mercados monetarios (a través de la *standard lending facility*), lo que ha reducido a la mitad el crecimiento del crédito, a la par que se imponían límites macroprudenciales en el sector residencial. La estrategia por el momento parece estar teniendo éxito si atendemos a tres indicadores: a) el PMI de manufacturas oficial (que incluye la industria “tradicional” como la construcción o el acero) se ha contraído a la par que el índice más amplio, el PMI-Caixin, se sostiene en terreno positivo; b) el crédito se ha reducido visiblemente, desde RMB +1,1 Trn hasta algo menos de 0,8 RMB Trn, en gran parte crédito inmobiliario destinado a la compra de viviendas en las ciudades grandes. Los precios de las ciudades Tier1 y Tier2 se han contraído, mientras que los precios de ciudades Tier3 (más pequeñas)

- *El crecimiento se mantiene aún por encima del objetivo del gobierno.*
- *Se mantienen los riesgos derivados del sector residencial y del exceso de crédito.*
- *En el próximo comité del Partido Comunista Chino se revisará la estrategia de largo plazo del crecimiento.*

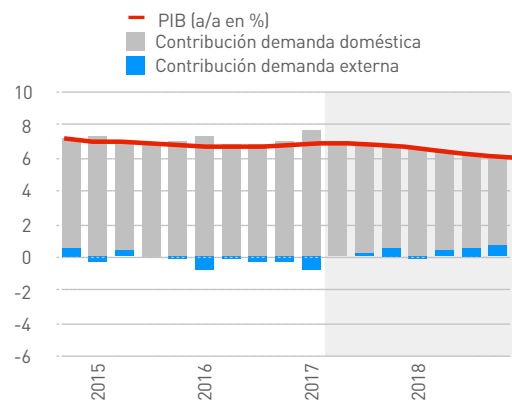
repuntan. En el plano financiero, aunque la salida de flujos de cartera del país no ha remitido, sí se ha conseguido incrementar la entrada de flujos de crédito. El renminbi deberá observar una leve apreciación hasta el final de 2017.

Esperamos un crecimiento del PIB cercano al 6,8% en 2017, fundamentalmente apoyado en la demanda doméstica tanto por la vía del consumo como por la vía de la inversión, con énfasis en la inversión pública en infraestructuras. La inflación permanecerá en el entorno del 2% a la par que la inflación de precios industriales se mantendrá en terreno positivo con lo que se diluye el riesgo de que China continúe exportando deflación. El banco central mantendrá condiciones financieras lejanas a la laxitud sin tocar demasiado los tipos oficiales e interviniendo más a través de los mercados monetarios.

Los riesgos para China siguen siendo a la baja, tanto en crecimiento como en inflación. China afronta un elevado apalancamiento corporativo que le hace vulnerable al riesgo de tipos de interés y de cambio, y el crédito continúa creciendo por encima del PIB nominal pese a los esfuerzos del gobierno. Este riesgo podría tener efectos perversos al combinarse con otras vulnerabilidades como los desequilibrios en el precio de los activos (residencial), el deterioro de la rentabilidad de las empresas públicas, y los problemas de liquidez y financiación de sus mercados de capitales derivados del control público. Por otro lado, las tensiones geopolíticas con Estados Unidos podrían resurgir al albor de la crisis con Corea del Norte, en cuyo caso el comercio internacional global así como el ciclo de materias primas se verían afectados, especialmente en el caso de los exportadores latinoamericanos.

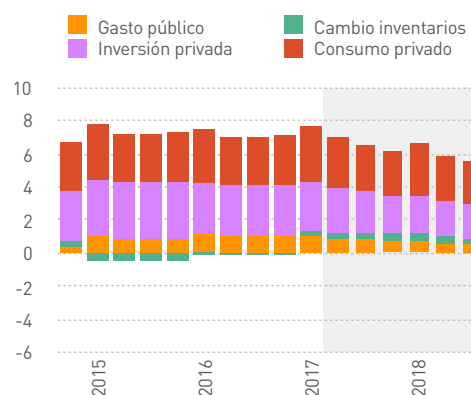
Pese a estas vulnerabilidades, el riesgo sistémico de China para el mundo parece limitado. Pese a que el nivel de endeudamiento corporativo es hoy el triple que en Estados Unidos antes de la crisis, se estima que la severidad de una potencial crisis macro financiera podría ser de menor impacto que la de 2008. Algunas fuentes estiman que una desaceleración poco ordenada de China supondría una caída del PIB global entre medio y un punto porcentual.

Gráfica 1.2.12-a
China: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

Gráfica 1.2.12-b
China: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)

Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a, media) | 7,8 | 7,8 | 7,3 | 6,9 | 6,7 | 6,8 | 6,2 |
| Contribución de la demanda doméstica | 7,7 | 7,9 | 5,7 | 6,9 | 7,0 | 6,8 | 5,8 |
| Contribución de la demanda externa | 0,1 | -0,1 | 1,6 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | 0,7 |
| Contribución del consumo privado | 3,6 | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,8 |
| Contribución de la inversión | 3,9 | 4,2 | 2,2 | 3,4 | 3,0 | 2,6 | 2,1 |
| Contribución del consumo público | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 0,9 | 1,1 | 0,9 | 0,6 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 8,0 | 8,1 | 7,2 | 7,1 | 7,2 | 6,9 | 5,9 |
| Consumo total (% a/a, media) | 8,7 | 7,2 | 7,1 | 8,0 | 8,2 | 7,5 | 6,6 |
| Inversión (% a/a, media) | 8,7 | 9,3 | 6,9 | 7,4 | 6,6 | 5,8 | 4,7 |
| Exportaciones (a/a en %) | 1,5 | 2,3 | 1,4 | 0,2 | 0,4 | 2,4 | 1,1 |
| Importaciones (a/a en %) | -1,6 | -2,6 | -1,3 | -0,7 | -0,8 | -2,2 | -1,3 |
| Tasa de paro (final período) | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,1 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Inflación (a/a, final período) | 2,1 | 2,9 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 1,7 | 2,3 |
| Balance fiscal (% PIB) | -1,6 | -1,8 | -1,8 | -3,4 | -3,8 | -5,1 | -4,7 |
| Balance comercial (% PIB) | 3,6 | 3,7 | 4,2 | 5,3 | 4,4 | 4,5 | 4,5 |
| Balance cuenta corriente (USD mM) | 13,4 | 14,5 | 15,5 | 16,7 | 17,9 | 19,0 | 20,1 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | 2,5 | 1,5 | 2,3 | 2,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 3,22 | 4,71 | 3,53 | 2,33 | 2,48 | 3,05 | 3,45 |
| Tipo largo plazo | 3,57 | 5,40 | 4,10 | 2,68 | 2,90 | 3,65 | 3,68 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 6,24 | 6,09 | 6,15 | 6,39 | 6,83 | 6,63 | 6,50 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 8,10 | 8,29 | 7,68 | 7,00 | 7,37 | 7,95 | 7,80 |
| Crédito privado (% a/a, media) | 16,1 | 15,4 | 13,4 | 14,8 | 13,3 | 10,8 | 10,6 |
| Tasa de ahorro (%) | 37,8 | 39,8 | 39,7 | 39,7 | 38,9 | 38,5 | 38,1 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.13 Indonesia

El crecimiento basado en factores domésticos se mantiene

La economía de Indonesia reiteró su crecimiento levemente por encima de 5% en la segunda mitad de 2017, lo que dado su condición de país con un *bonus poblacional*, le ubica cerca pero aún por debajo de su potencial.

El crecimiento de la actividad económica estuvo favorecido por la demanda doméstica en un entorno de relajación monetaria, lo que podría estar llegando a su fin a la vista del cronograma anticipado por la Reserva Federal de los Estados Unidos y por el activismo del banco central de China.

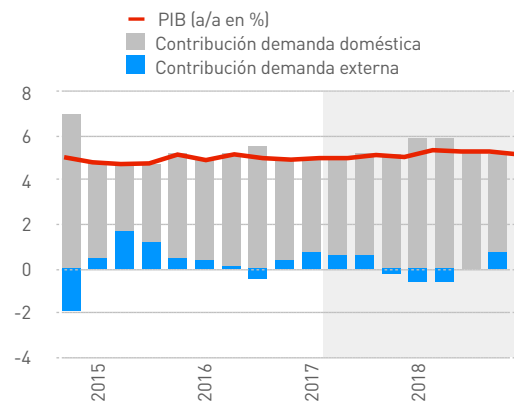
El gobierno considera que el crecimiento de la economía de Indonesia debería ser superior al 5%, pero por el momento prefiere concentrar el esfuerzo de política económica en cumplir su objetivo de déficit público del 3%. De esta forma, proyectamos un déficit inferior a este umbral durante el 2017 y 2018.

- *Se mantiene el crecimiento robusto de la economía indonesia apoyado en la demanda doméstica, aunque aún por debajo de su potencial.*
- *La política monetaria relativamente laxa apoya el consumo y la inversión, pese a esto la inflación se mantiene relativamente contenida.*
- *La financiación externa de cartera se ve favorecida por el apetito global por el riesgo y por el grado de inversión del país.*
- *Cambios en la liquidez global afectarían a la capacidad de financiación del país.*

La inflación en 2017 cerrará en el entorno del 4%, aún en las bandas objetivo del banco central, por lo que nuestra previsión del tipo de interés de 4,5% a final de año tiene incluso un sesgo a la baja (mayor laxitud).

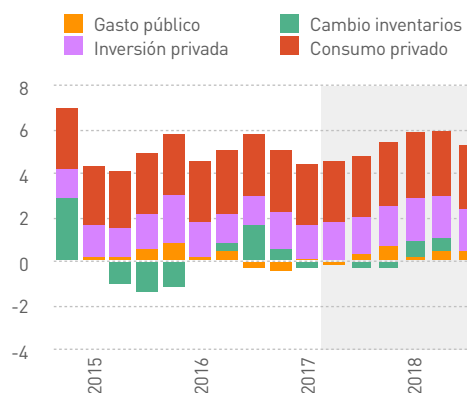
La cuenta corriente indonesia está altamente financiada con flujos de cartera externos a plazos relativamente cortos, lo que imprime cierta volatilidad a la moneda, especialmente ante cambios de tónica en la política monetaria de Estados Unidos (como se vivió en 2013). Indonesia, además, tiene una relevante financiación corporativa en dólares estadounidenses, lo que plantea cierta vulnerabilidad ante la volatilidad de la moneda. En este sentido, el momento económico actual, la rentabilidad de sus bonos soberanos y la expectativa de conseguir el *grado de inversión* no parecen ser soporte suficiente para contener la esperada depreciación que continuará en 2017 como resultado tardío de la política monetaria.

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de BPS)

Gráfica 1.2.13-b
Indonesia: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de BPS)

Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIB (% a/a, media) | 6,0 | 5,6 | 5,0 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,3 |
| Contribución de la demanda doméstica | 7,6 | 5,0 | 4,6 | 3,9 | 4,9 | 4,6 | 5,4 |
| Contribución de la demanda externa | -1,5 | 0,6 | 0,4 | 1,0 | 0,1 | 0,4 | 0,7 |
| Contribución del consumo privado | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 3,0 |
| Contribución de la inversión | 2,9 | 1,7 | 1,0 | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 1,9 |
| Contribución del consumo público | 0,5 | 0,6 | 0,1 | 0,5 | 0,0 | 0,3 | 0,4 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 7,7 | 5,0 | 5,3 | 3,9 | 5,0 | 4,7 | 5,5 |
| Consumo total (% a/a, media) | 5,4 | 5,6 | 4,7 | 4,9 | 4,4 | 4,8 | 5,4 |
| Inversión (% a/a, media) | 9,1 | 5,1 | 4,5 | 5,0 | 4,5 | 5,3 | 5,9 |
| Exportaciones (a/a en %) | 0,5 | 1,1 | 0,5 | -0,7 | -0,3 | 1,2 | 1,1 |
| Importaciones (a/a en %) | -2,1 | -0,5 | -0,2 | 1,1 | 0,4 | -0,8 | -1,3 |
| Tasa de paro (final período) | 5,8 | 5,7 | 5,9 | 5,8 | 5,5 | 5,4 | 5,3 |
| Inflación (a/a, final período) | 3,9 | 8,0 | 6,5 | 4,8 | 3,3 | 4,1 | 4,2 |
| Balance fiscal (% PIB) | -1,7 | -2,2 | -2,2 | -2,6 | -2,5 | -2,8 | -2,3 |
| Balance comercial (% PIB) | 0,9 | 0,6 | 0,8 | 1,6 | 1,7 | 2,1 | 2,1 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | -2,7 | -3,2 | -3,1 | -2,0 | -1,8 | -1,5 | -1,5 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 4,50 | 6,14 | 6,37 | 6,25 | 4,81 | 4,50 | 4,63 |
| Tipo largo plazo | 5,50 | 8,12 | 7,98 | 8,71 | 7,53 | 6,63 | 7,52 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 9.616 | 11.552 | 12.252 | 13.769 | 13.259 | 13.305 | 13.522 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 12.469 | 15.721 | 15.312 | 15.081 | 14.296 | 15.966 | 16.226 |
| Tasa de ahorro (%) | 17,1 | 17,2 | 17,0 | 17,0 | 17,0 | 17,1 | 17,3 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 19,0 | 16,9 | 4,5 | 32,0 | 10,1 | 5,9 | 7,2 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

1.2.14 Filipinas

Crecimiento apoyado en la demanda doméstica

El PIB de Filipinas creció un 6,5% (a/a) en el segundo trimestre de 2017, subiendo desde los 6,4% (a/a) registrado el primer trimestre del año.

Este desempeño puede significar que para la totalidad del año se podría alcanzar un crecimiento cercano al rango objetivo del gobierno de 6,5-7,0%. En nuestro escenario central prevemos un crecimiento del 6,5% menor que el registrado el año anterior (8%), debido a una moderación de la demanda doméstica tanto por el lado del consumo como de la inversión. Este dinamismo proviene de la demanda doméstica, (consumo privado y público e inversión en todos los sectores).

El crédito a la inversión residencial crece por encima del 20% y el crédito a la industria crece a doble dígito en todos los sectores, creciendo al 19% el del sector de la construcción. El plan de infraestructuras promovido por el gobierno del Presidente Rodrigo Duterte seguirá siendo un soporte del dinamismo.

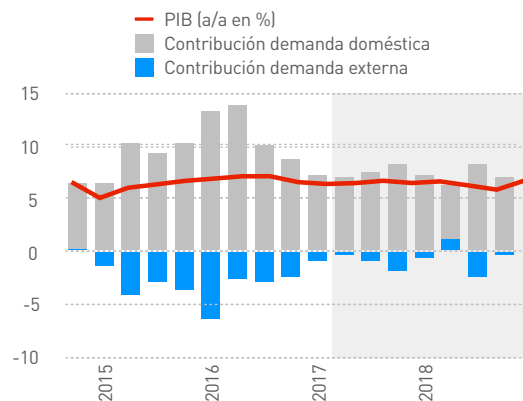
Por otra parte, crecientes déficit fiscales (superiores al 2%) y el agotamiento del superávit por cuenta corriente conllevarán una moderada depreciación de la moneda para contrarrestar la apreciación real ocasionada por la inflación.

- *Crecimiento apoyado en demanda doméstica que necesariamente se moderará.*
- *Depreciación de la moneda consistente con el deterioro de cuenta corriente.*
- *La inflación se acelerará aunque permanecerá dentro de las bandas objetivo del banco central*

La senda del déficit fiscal parece poco cuestionable a la vista de los planes del presidente de elevar el gasto en infraestructura desde el 2% al 7,4% del PIB, a la vez que lleve a cabo una reducción del impuesto de sociedades hasta el 25% del PIB (desde el 30% actual).

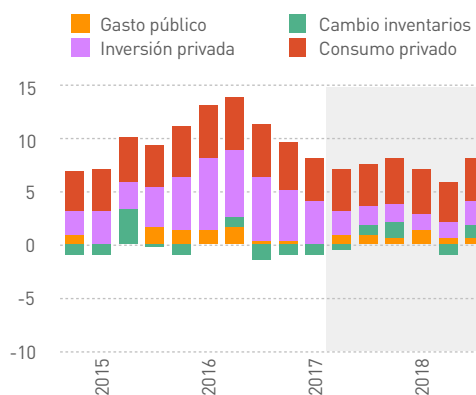
Filipinas no sólo es importadora neta de bienes manufacturados sino también de alimentos y de energía. La esperable depreciación de la moneda conllevará una inflación importada. Esperamos una inflación en 2017 en torno al 3,1% que aún estaría dentro del rango objetivo del 2-4% del banco central, pero es previsible que se acelerará en el 2018.

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de PSA)

Gráfica 1.2.14-b
Filipinas: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica, 2014-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de PSA)

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a, media) | 6,7 | 7,1 | 6,1 | 6,0 | 8,0 | 6,5 | 6,4 |
| Contribución de la demanda doméstica | 5,3 | 9,8 | 4,8 | 9,1 | 11,5 | 7,5 | 6,8 |
| Contribución de la demanda externa | 1,4 | -2,7 | 1,3 | -3,0 | -3,5 | -1,0 | -0,3 |
| Contribución del consumo privado | 4,7 | 4,0 | 3,9 | 4,4 | 4,8 | 4,1 | 4,0 |
| Contribución de la inversión | 2,1 | 2,5 | 1,1 | 3,6 | 6,0 | 2,5 | 1,9 |
| Contribución del consumo público | 1,7 | 0,6 | 0,3 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,8 |
| Demanda doméstica (% a/a, media) | 5,2 | 9,9 | 5,0 | 9,0 | 11,2 | 7,0 | 6,3 |
| Consumo total (% a/a, media) | 7,8 | 5,6 | 5,2 | 6,5 | 7,2 | 5,8 | 6,0 |
| Inversión (% a/a, media) | 10,8 | 12,0 | 7,2 | 16,6 | 25,7 | 9,1 | 6,6 |
| Exportaciones (a/a en %) | 4,2 | -0,2 | 5,5 | 4,8 | 5,4 | 9,8 | 3,4 |
| Importaciones (a/a en %) | -2,7 | -2,4 | -4,0 | -9,0 | -10,9 | -10,8 | -4,1 |
| Tasa de paro (final período) | 6,8 | 6,4 | 6,0 | 5,6 | 4,7 | 5,2 | 5,0 |
| Inflación (a/a, final período) | 3,0 | 3,5 | 3,6 | 1,0 | 2,5 | 3,1 | 3,8 |
| Balance fiscal (% PIB) | -2,3 | -1,4 | -0,6 | -0,9 | -2,4 | -2,9 | -3,0 |
| Balance comercial (% PIB) | -7,6 | -6,5 | -6,1 | -8,0 | -11,2 | -12,6 | -12,1 |
| Balance cuenta corriente (% PIB) | 2,8 | 4,2 | 3,8 | 2,5 | 0,2 | -0,7 | -0,4 |
| Tipo de interés oficial (final período) | 3,57 | 3,50 | 4,00 | 4,00 | 3,00 | 3,00 | 3,38 |
| Tipo de largo plazo | 4,87 | 3,72 | 4,24 | 3,91 | 4,43 | 4,76 | 5,30 |
| Tipo de cambio vs USD (fin período) | 41,19 | 43,62 | 44,81 | 46,87 | 49,11 | 51,11 | 50,45 |
| Tipo de cambio vs euro (fin período) | 53,42 | 59,36 | 56,01 | 51,33 | 52,95 | 61,34 | 60,54 |
| Tasa de ahorro (%) | 7,2 | 8,3 | 9,3 | 7,7 | 8,0 | 8,4 | 9,0 |
| Crédito S.P. financiero (% a/a, media) | 7,8 | 6,0 | 8,8 | 2,6 | 8,7 | 9,4 | 9,6 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora: actualización

2.1.1 Mercados globales

La aceleración en el crecimiento económico de los países desarrollados observada en el tercer trimestre de 2017 situaría la previsión del crecimiento del PIB mundial en el entorno del 3,5% para el conjunto del año (3,1% en 2016), con una aportación creciente de los países desarrollados por encima del 2% y de los emergentes superior al 4,5%, gracias a la salida de la recesión en Rusia, Brasil y Argentina y un nivel de actividad más sólido de lo anticipado en México, Turquía y China.

Estas perspectivas económicas, visiblemente por encima del crecimiento global previsto a principios de año, anticipan un impacto positivo en el desarrollo del mercado asegurador a nivel global.

2.1.2 Eurozona

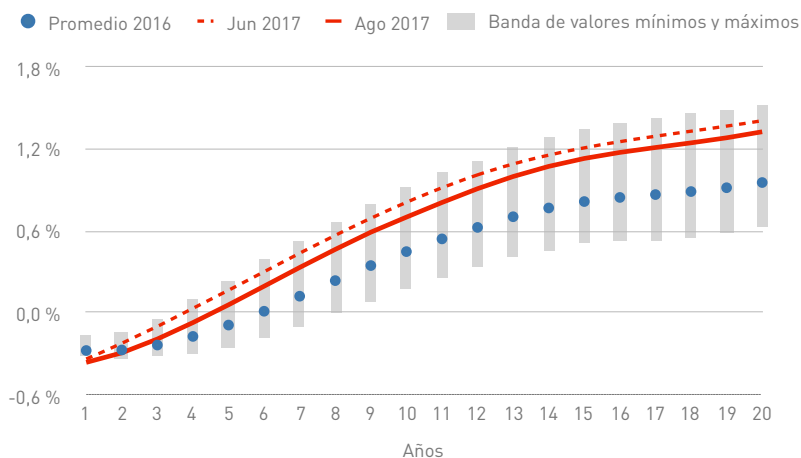
El buen comportamiento y revisión al alza de las previsiones del PIB de la Eurozona hasta máximos de los últimos siete años, con valores previstos en torno al 2,2% para 2017, son buenas noticias para el sector asegurador de

la UEM, especialmente por lo que se refiere a las líneas de negocio de No Vida y de Vida riesgo. Alemania y España lideran ese crecimiento económico, pero Francia e Italia también contribuyen, lo cual debe reflejarse positivamente en sus respectivos mercados aseguradores.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, las declaraciones realizadas por parte del Banco Central Europeo (BCE) de mantener su política monetaria inalterada al menos hasta finales de 2018, confirma la prolongación del entorno de bajos tipos de interés, que supone un freno al desarrollo de estas líneas de negocio. Las alusiones a la secuencia de normalización parecen vislumbrar alguna subida de tipos a partir de finales de 2019, todavía lejanas en el tiempo.

En la última curva euro de tipos de interés libres de riesgo calculada por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se observa una ligera caída de tipos frente al mes de junio de 2017, aunque todavía se encuentran lejos de los niveles mínimos del mes de julio de 2016 (véase la Gráfica 2.1.2). No obstante, la curva presenta una clara inclinación positiva con mayores tipos a mayores vencimientos, que puede ser un estímulo para el desarrollo de productos de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales. En cualquier caso, la perspectiva es que de momento los tipos continuarán bajos y los puntos de la curva con vencimientos inferiores a cuatro años presentan todavía valores negativos. Subsisten, por tanto, los problemas para el nuevo negocio y para aquellas entidades aseguradoras con carteras

Gráfica 2.1.2
Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de EIOPA)

de seguros de Vida en sus balances con tipos garantizados altos y descasamiento de flujos respecto de los activos que respaldan las obligaciones derivadas de sus contratos de seguros, cuya posición de solvencia continúa erosionándose gradualmente a medida que realizan la reinversión de los flujos de las inversiones de sus carteras.

La referida Gráfica 2.1.2, que muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2016, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de junio y agosto de 2017, puede confirmarse la tendencia apuntada.

2.1.3 España

En España, la actividad se mantiene robusta apoyada en la demanda interna y externa. La confianza, las condiciones monetarias laxas y la caída en la tasa de desempleo seguirán impulsando el crecimiento apoyado en una creciente participación de la inversión residencial, de equipo y del sector exterior, en un contexto en el que el consumo muestra una elevada resistencia. Todos estos factores son positivos para el desarrollo del mercado asegurador para las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. La reactivación del crédito hipotecario y los flujos de inversión institucional en inmobiliario, impulsados por la elevada liquidez global y la escasez de activos rentables alternativos, son favorables en particular para los productos de Vida riesgo y para los de No Vida del tipo multirriesgos.

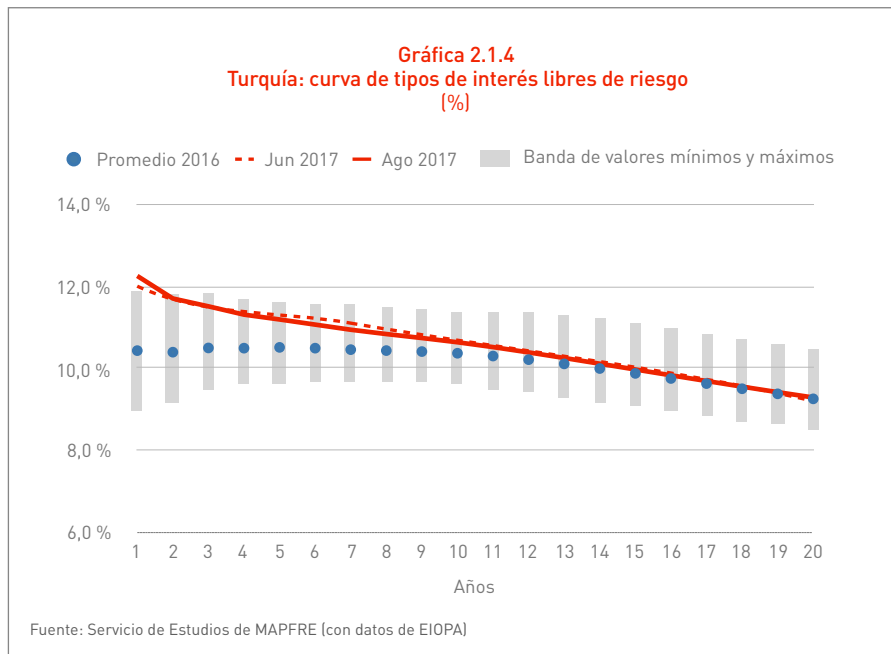
No obstante, aunque aún robusto, algunos indicios de agotamiento anticipan una modesta desaceleración del crecimiento que pueden afectar también al mercado de seguros. La erosión de los salarios reales por el repunte de la inflación y la inestabilidad política ligada al proceso soberanista catalán puede tener efectos en la confianza, en la estabilidad política y presupuestaria nacional y un impacto negativo en el consumo. Si se materializa la desaceleración en el consumo, el desarrollo los productos de seguros de No Vida puede sufrir, dada su fuerte vinculación al crecimiento económico y, en particular, al comportamiento del consumo de hogares y empresas. En cualquier caso, el crecimiento del segundo trimestre afianza una previsión de crecimiento del PIB para el conjunto del año en 3,1%.

Por otro lado, la persistencia del entorno de bajos tipos de interés continúa pesando en los negocios de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Sin embargo, la escasa o nula rentabilidad ofrecida por los depósitos de las instituciones de crédito, que siguen enfrentándose a una facilidad de depósito negativa, está compensando el efecto de los bajos tipos sobre el mercado de seguros de Vida, con la ayuda del repunte de los tipos libres de riesgo en los plazos largos de la curva y de ciertas ventajas fiscales

asociadas a este tipo de productos. Asimismo, la innovación del sector asegurador hacia productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión sigue introduciendo dinamismo en el mercado de productos de Vida ahorro.

2.1.4 Turquía

A pesar del entorno de retos económicos y políticos, el incremento superior al 5,5% de la actividad económica en el primer semestre de 2017 (en tasa interanual ajustada) y la expectativa para el conjunto del año del 4,1% son noticias positivas para el desarrollo del mercado asegurador de No Vida en Turquía.



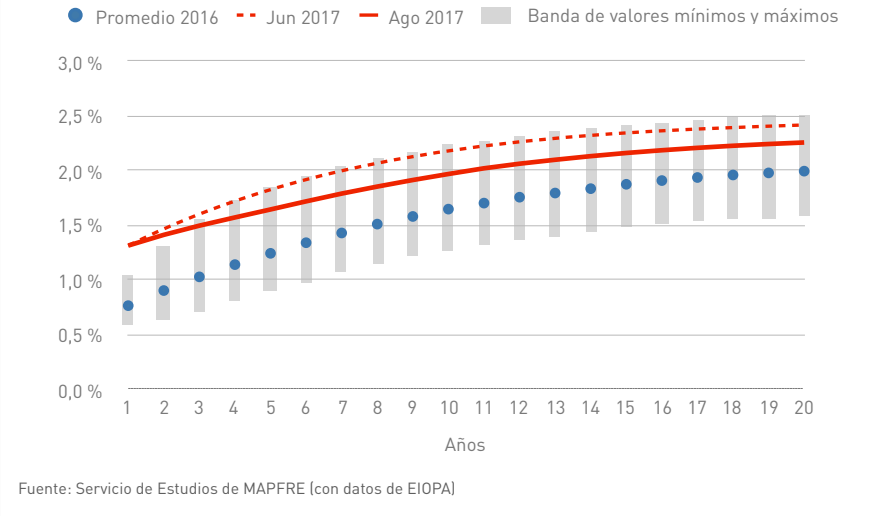
El crecimiento del PIB se apoya sobre todo en el consumo e inversión privados con la ayuda del crédito con garantías públicas y el impulso fiscal, pero también por el sector exterior, especialmente por el turismo, que crece visiblemente respecto al año anterior. Entorno favorable, por el momento, para las líneas de negocio de No Vida y Vida riesgo. No obstante, la rigidez en la adaptación de las primas que supone el establecimiento de un sistema de control de precios en el seguro obligatorio del automóvil sigue siendo un problema que puede repercutir en el desempeño técnico de esta línea de negocio.

Asimismo, la subida de la inflación, muy por encima del objetivo del banco central (+9% contra el 5% objetivo), junto con la depreciación prevista de la lira turca, resultará desfavorable para el segmento de No Vida por el encarecimiento del coste de los siniestros que conlleva. Por su parte, la volatilidad en el comportamiento de los tipos de interés y, sobre todo, la curva invertida es perjudicial para el desarrollo de los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.4).

2.1.5 Estados Unidos

La visión positiva sobre la actividad en los Estados Unidos en 2017 resultará igualmente favorable para su negocio asegurador. Los datos de PIB del segundo trimestre resultaron en un crecimiento del 2,2% interanual y los indicadores adelantados apuntan a que el dinamismo de la economía se mantiene durante el tercer trimestre. Los datos de empleo, la inversión y el sector exterior (gracias a la depreciación del dólar) fueron positivos. No obstante, el efecto de las políticas fiscales expansivas previstas no va a materializarse en 2017, lo que conlleva cierta cautela, pero se mantiene la previsión de crecimiento para 2017 en torno al 2,1%. En general, subsiste una visión positiva sobre la actividad y el empleo en Estados Unidos, lo cual constituye un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador, en especial en los negocios de No Vida y Vida riesgo.

Gráfica 2.1.5
Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Por otro lado, la política monetaria cautelosa por parte de la Reserva Federal en cuanto a las subidas graduales de tipos de interés y del proceso de reducción de su balance, introduce un cierto grado de incertidumbre sobre la senda futura de tipos y el tipo de equilibrio al que debe converger, lo cual podrá resultar desfavorable para el desarrollo del negocio de seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias. Las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA para el mercado estadounidense (véase la Gráfica 2.1.5) reflejan una ligera caída en todos los puntos de la curva a finales de agosto frente a la curva de junio, sufriendo un ligero aplanamiento, indicativo de que no terminan de trasladarse las subidas de tipos de la Reserva Federal a los tipos a largo plazo de la curva, lo cual podría perjudicar eventualmente el desarrollo del negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias, al no permitir ofrecer tipos garantizados en productos de

ahorro a largo plazo mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras.

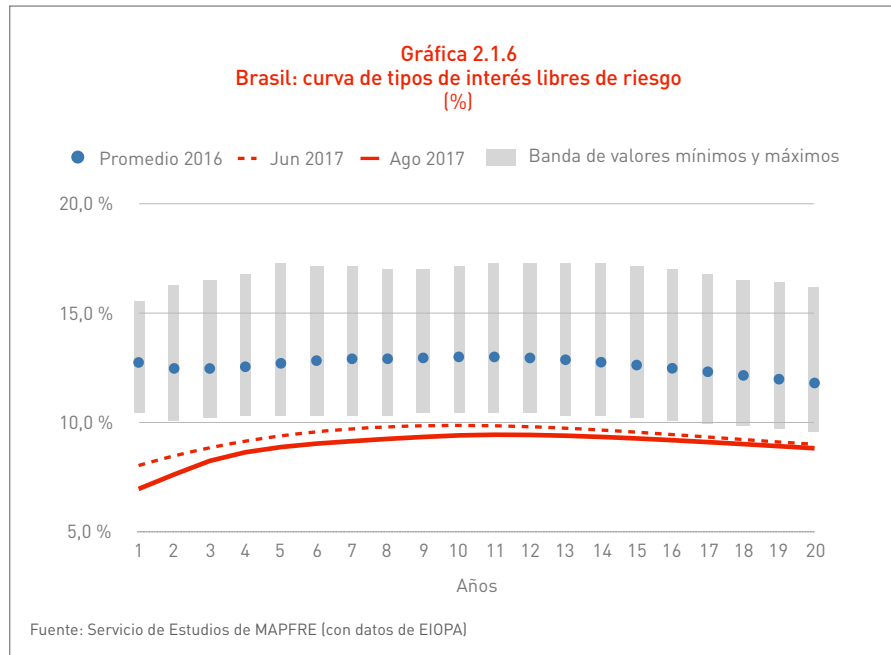
2.1.6 Brasil

Los datos del segundo trimestre de 2017 marcan el primer dato positivo desde la recesión sufrida en Brasil en los dos últimos años, gracias al mejor comportamiento del consumo y de las exportaciones, con una estimación de crecimiento revisada al alza hasta el 0,4% para 2017. El entorno económico mejora, lo cual es favorable igualmente para el desarrollo del mercado de seguros de No Vida y Vida riesgo, fuertemente vinculados al crecimiento económico.

El bajo nivel relativo de penetración de los seguros en Brasil (comparado con el de las economías desarrolladas) hace, además, que la elasticidad del crecimiento sea mayor que en otras economías, por lo que crecimientos débiles o moderados del PIB podrán traducirse en crecimientos mayores de las primas de seguros.

Por el momento se aprecia una mejoría de la situación económica general, lo cual es positivo para su sector asegurador cuyo desempeño técnico se ve también favorecido por la reducción de la inflación, por la contención de los gastos derivados de los siniestros. La sostenida reducción de la inflación (que se sitúa en el 2,5% interanual en agosto) ha permitido al banco central recortar los tipos de interés seis veces a lo largo de 2017, situando el tipo de interés de intervención en el 8,25% en septiembre. Se prevé que termine el año en torno al 7,50%.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA, se puede apreciar que los tipos de interés continúan a la baja en los primeros tramos de la curva, fruto de los recortes de tipos por parte del banco central, con una curva que gana pendiente positiva en su tramo medio. Las expectativas

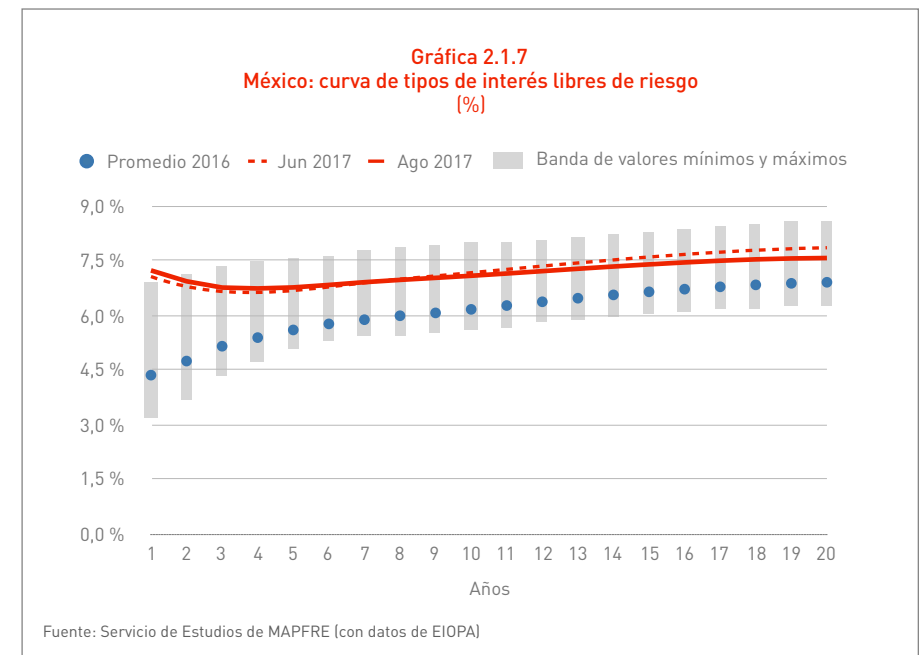


de bajadas de tipos en tanto no se materializan y la inclinación positiva de la curva de tipos, son elementos altamente favorables para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias (véase la Gráfica 2.1.6).

No obstante, es importante destacar que el desarrollo del entorno político en el país, con el intento fallido de destitución del Presidente Michel Temer, quien además se enfrenta a elecciones el año próximo, introduce incertidumbres acerca de la viabilidad de su política económica. Las reformas estructurales pendientes más importantes son la del sistema de pensiones y la fiscal, claves para la reducción del déficit y, por tanto, para mejorar la sostenibilidad de la deuda soberana.

2.1.7 México

Continúa el repunte del crecimiento económico en México en 2017, con una previsión al alza en torno al 2,5% para el conjunto del año, gracias a una mayor contribución del sector exterior, a la resistencia del consumo privado y más recientemente al renovado impulso fiscal derivado del ciclo electoral (elecciones generales en 2018) y de las catástrofes naturales. Estos factores favorecen el desarrollo del mercado asegurador mexicano, por lo que a los negocios de No Vida y Vida riesgo se refiere. Además, el bajo nivel de penetración relativa de los seguros en México hace que la elasticidad del crecimiento sea mayor que en otras economías más desarrolladas por lo que crecimientos moderados del PIB podrán traducirse en crecimientos mayores de las primas de seguros.



La alta tasa de inflación, que se ha acelerado hasta alcanzar el 6,7% en agosto, incide de forma negativa en el desempeño del sector asegurador, por el encarecimiento en el coste de los siniestros, aunque este efecto puede verse compensado por la apreciación de su moneda, que ha vuelto a cotizar a niveles previos al inicio de la administración Trump. Asimismo, la previsión de la inflación para 2017 y 2018, considera una clara desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, que llevaría a la inflación a la banda objetivo del banco central en 2018.

El panorama para el ramo de Vida ahorro y de rentas vitalicias podría mejorar dadas las últimas subidas de tipos de interés y las expectativas de estabilización de los tipos por parte del Banco de México. Sin embargo, las subidas de tipos de momento no se están trasladando a los tramos largos de la curva, cuyo tramo medio presenta una ligera pendiente negativa (véase la Gráfica 2.1.7), lo cual tiene un efecto nocivo en los referidos negocios, al no permitir ofrecer tipos garantizados en productos de ahorro a largo plazo mayores y mejorar la situación de las entidades en términos del apropiado casamiento de las duraciones en sus carteras.

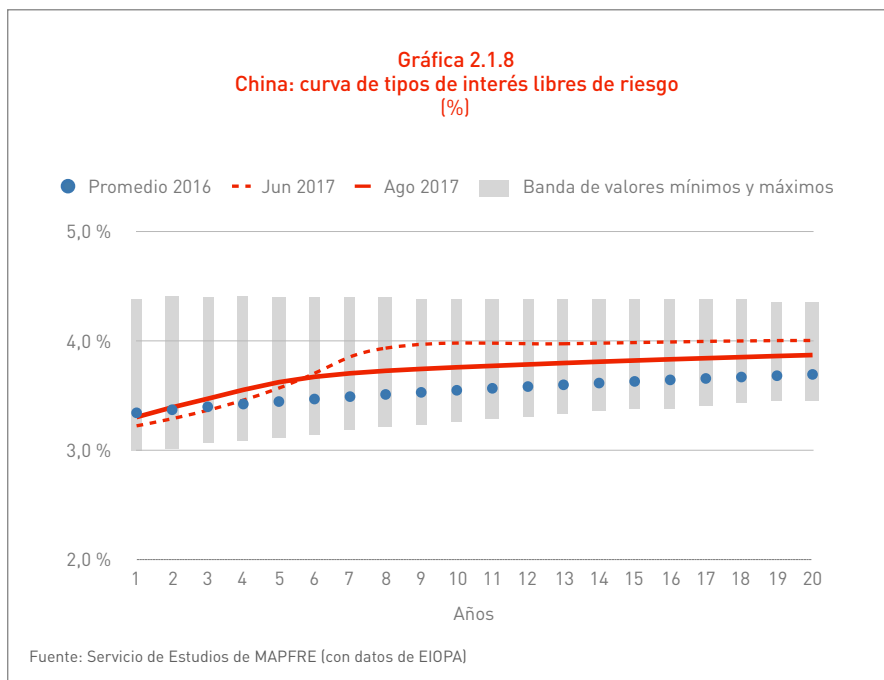
2.1.8 China

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2017 superó por tercera vez consecutiva el objetivo del gobierno del 6,5%, registrando un crecimiento interanual de 6,9%. La previsión es de un crecimiento del PIB en el entorno del 6,8% en 2017, apoyado en la demanda doméstica por la vía de consumo e inversión. Por lo tanto, se anticipa un entorno económico favorable para las perspectivas del negocio asegurador de No Vida y Vida riesgo, muy sensible a la dinámica del crecimiento económico y al consumo de hogares y empresas en particular. Este comportamiento se ve impulsado, además, por la aún reducida tasa de penetración del seguro en China, propio de las economías emergentes, que conlleva una mayor elasticidad en el crecimiento de las primas ante crecimientos del PIB.

Es de destacar que el gobierno chino tiene entre sus objetivos explícitos para la actividad aseguradora el incrementar la tasa de penetración. Las perspectivas de una inflación moderada, en el entorno del 1,7% para finales de 2017, y de leve apreciación de su moneda son también buenas noticias para la evolución futura de los costes de los siniestros a los que tengan que hacer frente las aseguradoras en los próximos meses.

No obstante, la previsión del endurecimiento de las condiciones para el acceso a la compra de viviendas podría compensar en parte las buenas previsiones desarrollo del mercado asegurador. Este endurecimiento ya se ha empezado a hacer visible con una reducción del crédito inmobiliario destinado a la compra de viviendas en las ciudades grandes. En esa línea,

Gráfica 2.1.8
China: curva de tipos de interés libres de riesgo
[%]



los precios de las ciudades grandes e incluso en las medianas se han contraído mientras que los precios de ciudades más pequeñas repuntan.

En cuanto a los negocios de Vida ahorro y rentas vitalicias, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA para el mercado chino (véase la Gráfica 2.1.8), se aprecia una pequeña subida de los tipos en los tramos cortos y medios de la curva, y un ligero aplanamiento en el tramo largo para vencimientos por encima de los ocho años. En cualquier caso, la volatilidad de los tipos es baja y la curva mantiene una cierta pendiente positiva, al menos en su tramo medio, lo cual, junto con la buena dinámica de la economía constituye un ambiente favorable para el desarrollo de estas líneas de negocio.

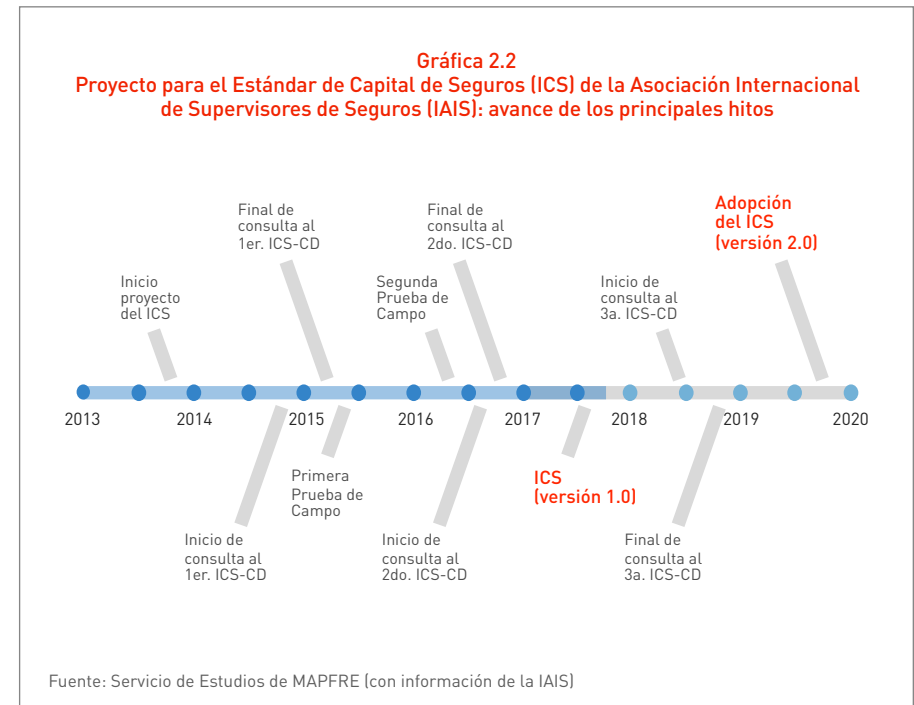
2.1.8 Reaseguro

En el tercer trimestre de 2017 se han producido una serie de catástrofes naturales importantes entre las que hay que destacar los huracanes Harvey, Irma y María en Norteamérica y el Caribe, así como los terremotos que tuvieron lugar los pasados 7 y 19 de septiembre en Chiapas y Puebla, en México. Se necesitará todavía tiempo para valorar definitivamente el alcance económico de estas catástrofes que sin duda tendrá un impacto notable en los ratios combinados y rentabilidad de los recursos propios de las reaseguradoras y, posiblemente, en la tarificación de las renovaciones de los contratos de reaseguro, en un mercado que ante la ausencia de catástrofes significativas se había vuelto muy competitivo en cuanto a precios.

2.2 Tendencias regulatorias: novedades en el trimestre

Tendencias globales

En el mes de septiembre de 2017 terminó el plazo para la remisión de los datos por parte de las entidades aseguradoras que participan en el trabajo de campo para la recopilación de los datos que permita a la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) avanzar en el proceso de elaboración del



marco armonizado para la supervisión de solvencia de los grupos aseguradores no sistémicos internacionalmente activos (IAIGs).

A partir de este momento, la IAIS entra en el proceso de análisis de la información recibida y de discusión para la elaboración del denominado International Capital Standard, ICS Versión 2.0. Es de destacar que el día 21 de julio de 2017 la IAIS hizo pública la versión 1.0 de las especificaciones técnicas que debían seguirse para la preparación de la información a remitir¹, lo cual constituye un hito de gran relevancia en este proceso de elaboración del marco armonizado y será la base, junto con las conclusiones que vayan sacándose del análisis de la información recibida, para la elaboración del borrador de la versión 2.0 del ICS prevista para finales de 2018 que se someterá a un nuevo análisis de campo en 2019, con el objetivo último de adoptar su versión definitiva a finales de ese año (véase la Gráfica 2.2).

Estados Unidos

El 22 de septiembre de 2017, el Departamento del Tesoro y el Representante de Comercio de los Estados Unidos firmaron un acuerdo con la Unión Europea con información relativa al anterior acuerdo bilateral firmado entre los Estados Unidos y la Unión Europea sobre medidas de supervisión prudencial en materia de seguros y reaseguros, con el fin de aportar claridad adicional para los supervisores de seguros de los Estados Unidos y la industria² respecto a la implementación del Acuerdo.³

Este nuevo Acuerdo clarifica que, para los Estado Unidos, la eliminación de los requisitos de aportar colaterales a las reaseguradoras europeas no se implementará plenamente hasta la finalización de un período transitorio de cinco años y solo se aplicará a aquellas reaseguradoras que cumplan los requerimientos de solidez financiera y conducta de mercado especificados.

Por otro lado, el Acuerdo limita la aplicación global de las medidas de supervisión prudencial de la Unión Europea a los grupos internacionalmente activos estadounidenses operando en su territorio, sin requerir el desarrollo de un requisito de capital a nivel de grupo en los Estados Unidos. No obstante, a través de la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC), los Estados se encuentran en el proceso de desarrollar un cálculo de capital de grupo que se prevé sirva como herramienta analítica para la evaluación de la posición de solvencia a nivel de grupo de las firmas estadounidenses. Para este análisis se emplea una terminología diferente ("*group capital assessment*" en lugar de "*group capital requirement*") que se exigirá solo a los grupos estadounidenses que operen en la Unión Europea y que esperan sea suficiente para satisfacer las condiciones impuestas en el Artículo 4(h) del Acuerdo, siempre que este trabajo de la NAIC se finalice dentro de los cinco días siguientes a la fecha en la que el Acuerdo sea firmado.

Es importante destacar que este nuevo Acuerdo debe todavía ser ratificado por el Congreso de los Estados Unidos y por el Parlamento Europeo.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

Tabla A-1
Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto
(crecimiento anual, %)

| | Escenario Base | | | | | | Escenario de Riesgo | | | | | |
|--|----------------|------|------|------|------|------|---------------------|------|------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Estados Unidos | 1,7 | 2,6 | 2,9 | 1,5 | 2,1 | 2,4 | 1,7 | 2,6 | 2,9 | 1,5 | 1,8 | 0,6 |
| Eurozona | -0,2 | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 2,2 | 1,9 | -0,2 | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 2,0 | 1,1 |
| Alemania | 0,6 | 1,9 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 1,8 | 0,6 | 1,9 | 1,5 | 1,9 | 2,0 | 1,2 |
| Francia | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 0,6 | 0,6 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,0 |
| Italia | -1,7 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 1,4 | 1,1 | -1,7 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | 1,3 | 0,2 |
| España | -1,7 | 1,4 | 3,2 | 3,2 | 3,1 | 2,7 | -1,7 | 1,4 | 3,2 | 3,2 | 2,9 | 1,9 |
| Reino Unido | 1,9 | 3,1 | 2,2 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 3,1 | 2,2 | 1,6 | 1,5 | 1,0 |
| Japón | 2,0 | 0,3 | 1,2 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 0,3 | 1,2 | 1,0 | 1,5 | 1,4 |
| Mercados emergentes | 5,1 | 4,7 | 4,2 | 4,1 | 4,5 | 4,8 | 5,1 | 4,7 | 4,2 | 4,1 | 3,8 | 4,3 |
| América Latina¹ | 2,9 | 1,2 | 0,1 | -1,0 | 1,1 | 2,0 | 2,9 | 1,2 | 0,1 | -1,0 | 1,0 | 2,0 |
| México | 1,6 | 2,3 | 2,7 | 1,9 | 2,5 | 2,2 | 1,6 | 2,3 | 2,7 | 1,9 | 2,0 | 0,2 |
| Brasil | 3,0 | 0,5 | -3,8 | -3,6 | 0,4 | 2,2 | 3,0 | 0,5 | -3,8 | -3,6 | 0,3 | 1,9 |
| Argentina | 2,4 | -2,5 | 2,6 | -2,2 | 2,5 | 2,9 | 2,4 | -2,5 | 2,6 | -2,2 | 2,4 | 3,1 |
| Emergentes europeos² | 4,9 | 3,9 | 4,7 | 3,0 | 3,0 | 3,3 | 4,9 | 3,9 | 4,7 | 3,0 | 2,3 | 3,2 |
| Turquía | 8,5 | 5,3 | 6,0 | 3,3 | 4,1 | 3,4 | 8,5 | 5,3 | 6,0 | 3,3 | 3,2 | 3,4 |
| Asia Pacífico³ | 6,8 | 6,1 | 5,9 | 6,6 | 6,1 | 6,0 | 6,8 | 6,1 | 5,9 | 6,6 | 5,3 | 4,9 |
| China | 7,8 | 7,3 | 6,9 | 6,7 | 6,8 | 6,2 | 7,8 | 7,3 | 6,9 | 6,7 | 6,5 | 4,2 |
| Indonesia | 5,6 | 5,0 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,3 | 5,6 | 5,0 | 4,9 | 5,0 | 4,5 | 4,5 |
| Filipinas | 7,1 | 6,1 | 6,0 | 8,0 | 6,5 | 6,4 | 7,1 | 6,1 | 6,0 | 8,0 | 6,0 | 5,4 |
| Mundo | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 3,5 | 3,6 | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 2,4 | 2,0 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Tabla A-2
Escenarios Base y de Riesgo: inflación
 (final del período, %)

| | Escenario Base | | | | | | Escenario de Riesgo | | | | | |
|--|----------------|------|------|------|------|------|---------------------|------|------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Estados Unidos | 1,2 | 1,2 | 0,4 | 1,8 | 1,6 | 1,9 | 1,2 | 1,2 | 0,4 | 1,8 | 1,6 | 1,9 |
| Eurozona | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 1,2 | 1,5 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,7 | 0,9 | 0,6 |
| Alemania | 1,3 | 0,5 | 0,3 | 1,1 | 1,5 | 2,0 | 1,3 | 0,5 | 0,3 | 1,1 | 1,2 | 1,3 |
| Francia | 0,8 | 0,1 | 0,3 | 0,7 | 1,4 | 1,3 | 0,8 | 0,1 | 0,3 | 0,7 | 1,0 | 0,5 |
| Italia | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 1,5 | 1,2 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 1,2 | 0,4 |
| España | 0,1 | -0,5 | -0,3 | 1,0 | 0,9 | 1,8 | 0,1 | -0,5 | -0,3 | 1,0 | 0,3 | 0,7 |
| Reino Unido | 2,1 | 0,9 | 0,1 | 1,2 | 3,1 | 1,6 | 2,1 | 0,9 | 0,1 | 1,2 | 2,9 | 0,9 |
| Japón | 1,5 | 2,5 | 0,2 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 1,5 | 2,5 | 0,2 | 0,3 | -0,3 | 0,4 |
| Mercados emergentes | 5,0 | 4,7 | 4,7 | 4,4 | 4,8 | 4,3 | 5,0 | 4,7 | 4,7 | 4,4 | 4,8 | 3,7 |
| América Latina¹ | 4,5 | 5,0 | 6,2 | 4,6 | 4,2 | 3,7 | 4,5 | 5,0 | 6,2 | 4,6 | 4,2 | 2,9 |
| México | 3,7 | 4,2 | 2,3 | 3,2 | 6,3 | 3,5 | 3,7 | 4,2 | 2,3 | 3,2 | 6,7 | 6,7 |
| Brasil | 5,8 | 6,5 | 10,4 | 7,0 | 3,0 | 4,5 | 5,8 | 6,5 | 10,4 | 7,0 | 2,9 | 3,7 |
| Argentina | 26,2 | 39,0 | 24,9 | 43,5 | 22,2 | 15,3 | 26,2 | 39,0 | 24,9 | 43,5 | 22,2 | 14,8 |
| Emergentes europeos² | 3,8 | 3,4 | 3,9 | 4,2 | 5,8 | 5,4 | 3,8 | 3,4 | 3,9 | 4,2 | 5,5 | 5,0 |
| Turquía | 7,5 | 8,8 | 8,2 | 7,6 | 9,3 | 8,3 | 7,5 | 8,8 | 8,2 | 7,6 | 8,8 | 7,6 |
| Asia Pacífico³ | 4,8 | 3,8 | 2,4 | 2,6 | 2,9 | 3,5 | 4,8 | 3,8 | 2,4 | 2,6 | 3,4 | 3,1 |
| China | 2,9 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 1,7 | 2,3 | 2,9 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | 1,8 | 2,7 |
| Indonesia | 8,0 | 6,5 | 4,8 | 3,3 | 4,1 | 4,2 | 8,0 | 6,5 | 4,8 | 3,3 | 4,0 | 3,1 |
| Filipinas | 3,5 | 3,6 | 1,0 | 2,5 | 3,1 | 3,8 | 3,5 | 3,6 | 1,0 | 2,5 | 2,8 | 3,0 |
| Mundo | 3,3 | 2,9 | 2,9 | 3,1 | 3,5 | 3,3 | 3,3 | 2,9 | 2,9 | 3,1 | 2,6 | 2,1 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
 Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Tabla A-3
Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años
 (promedio anual, %)

| | Escenario Base | | | | | | Escenario de Riesgo | | | | | |
|-----------------------|----------------|------|------|------|------|------|---------------------|------|------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Estados Unidos | 2,75 | 2,28 | 2,19 | 2,13 | 2,28 | 2,53 | 2,75 | 2,28 | 2,19 | 2,13 | 2,21 | 1,49 |
| Eurozona | 2,96 | 1,50 | 1,19 | 0,93 | 1,18 | 1,75 | 2,96 | 1,50 | 1,19 | 0,93 | 1,05 | 1,41 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Tabla A-4
Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio
 (promedio anual)

| | Escenario Base | | | | | | Escenario de Riesgo | | | | | |
|----------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| USD-EUR | 0,74 | 0,80 | 0,91 | 0,93 | 0,83 | 1,00 | 0,74 | 0,80 | 0,91 | 0,93 | 0,80 | 1,00 |
| EUR-USD | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,20 | 1,00 | 1,36 | 1,25 | 1,10 | 1,08 | 1,25 | 1,00 |
| GBP-USD | 1,62 | 1,58 | 1,52 | 1,24 | 1,31 | 1,34 | 1,62 | 1,58 | 1,52 | 1,24 | 1,32 | 1,36 |
| USD-JPY | 100,43 | 114,55 | 121,44 | 109,45 | 110,00 | 114,55 | 100,43 | 114,55 | 121,44 | 109,45 | 106,31 | 111,45 |
| USD-CNY | 6,09 | 6,15 | 6,39 | 6,83 | 6,63 | 6,50 | 6,09 | 6,15 | 6,39 | 6,83 | 6,71 | 6,62 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Tabla A-5
Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia
 (fin de período, %)

| | Escenario Base | | | | | | Escenario de Riesgo | | | | | |
|-----------------------|----------------|------|------|------|------|------|---------------------|------|------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Estados Unidos | 0,13 | 0,13 | 0,17 | 0,42 | 1,13 | 1,63 | 0,13 | 0,13 | 0,17 | 0,42 | 0,90 | 0,13 |
| Eurozona | 0,37 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,37 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| China | 4,71 | 3,53 | 2,33 | 2,49 | 3,05 | 3,45 | 4,71 | 3,53 | 2,33 | 2,49 | 2,67 | 3,89 |

Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE
 Fecha de cierre de previsiones: 25 septiembre 2017.

Índice de gráficas y tablas

Gráficas

| | | |
|------------------|---|----|
| Gráfica 1.1-a | Global: crecimiento e inflación, 2010-2017 | 12 |
| Gráfica 1.1-b | Global: tipos de interés de corto y largo plazos, 1998-2017 | 12 |
| Gráfica 1.2.1-a | Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 15 |
| Gráfica 1.2.1-b | Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 15 |
| Gráfica 1.2.2-a | Eurozona: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 17 |
| Gráfica 1.2.2-b | Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 17 |
| Gráfica 1.2.3-a | España: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 19 |
| Gráfica 1.2.3-b | España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 19 |
| Gráfica 1.2.4-a | Alemania: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 21 |
| Gráfica 1.2.4-b | Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 21 |
| Gráfica 1.2.5-a | Italia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 23 |
| Gráfica 1.2.5-b | Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 23 |
| Gráfica 1.2.6-a | Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 25 |
| Gráfica 1.2.6-b | Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 25 |
| Gráfica 1.2.7-a | Japón: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 27 |
| Gráfica 1.2.7-b | Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 27 |
| Gráfica 1.2.8-a | Turquía: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 29 |
| Gráfica 1.2.8-b | Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 29 |
| Gráfica 1.2.9-a | México: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 31 |
| Gráfica 1.2.9-b | México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 31 |
| Gráfica 1.2.10-a | Brasil: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 33 |
| Gráfica 1.2.10-b | Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 33 |
| Gráfica 1.2.11-a | Argentina: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 35 |
| Gráfica 1.2.11-b | Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 35 |
| Gráfica 1.2.12-a | China: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 37 |

| | | |
|------------------|---|----|
| Gráfica 1.2.12-b | China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 37 |
| Gráfica 1.2.13-a | Indonesia: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 39 |
| Gráfica 1.2.13-b | Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 39 |
| Gráfica 1.2.14-a | Filipinas: descomposición y previsiones del PIB, 2014-2018 | 41 |
| Gráfica 1.2.14-b | Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica, 2014-2018 | 41 |
| Gráfica 2.1.2 | Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo | 44 |
| Gráfica 2.1.4 | Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo | 45 |
| Gráfica 2.1.5 | Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo | 46 |
| Gráfica 2.1.6 | Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo | 47 |
| Gráfica 2.1.7 | México: curva de tipos de interés libres de riesgo | 47 |
| Gráfica 2.1.8 | China: curva de tipos de interés libres de riesgo | 48 |
| Gráfica 2.2 | Proyecto para el Estándar de Capital de Seguros (ICS) de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS): avance de los principales hitos | 49 |

Tablas

| | | |
|--------------|--|----|
| Tabla 1.2.1 | Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos | 15 |
| Tabla 1.2.2 | Eurozona: principales agregados macroeconómicos | 17 |
| Tabla 1.2.3 | España: principales agregados macroeconómicos | 19 |
| Tabla 1.2.4 | Alemania: principales agregados macroeconómicos | 21 |
| Tabla 1.2.5 | Italia: principales agregados macroeconómicos | 23 |
| Tabla 1.2.6 | Reino Unido: principales agregados macroeconómicos | 25 |
| Tabla 1.2.7 | Japón: principales agregados macroeconómicos | 27 |
| Tabla 1.2.8 | Turquía: principales agregados macroeconómicos | 29 |
| Tabla 1.2.9 | México: principales agregados macroeconómicos | 31 |
| Tabla 1.2.10 | Brasil: principales agregados macroeconómicos | 33 |
| Tabla 1.2.11 | Argentina: principales agregados macroeconómicos | 35 |
| Tabla 1.2.12 | China: principales agregados macroeconómicos | 37 |
| Tabla 1.2.13 | Indonesia: principales agregados macroeconómicos | 39 |
| Tabla 1.2.14 | Filipinas: principales agregados macroeconómicos | 41 |
| Tabla A-1 | Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto | 51 |
| Tabla A-2 | Escenarios Base y de Riesgo: inflación | 52 |
| Tabla A-3 | Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés de la deuda pública a 10 años | 53 |
| Tabla A-4 | Escenarios Base y de Riesgo: tipos de cambio | 53 |
| Tabla A-5 | Escenarios Base y de Riesgo: tipo de interés oficial de referencia | 53 |

Referencias

- 1/ <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard//file/67670/ics-goals-principles-and-delivery-process-updated-21-july-2017>
- 2/ https://www.treasury.gov/initiatives/fio/reports-and-notice/Documents/US_Covered_Agreement_Policy_Statement_Issued_September_2017.pdf
- 3/ https://www.treasury.gov/initiatives/fio/reports-and-notice/documents/us_eu_covered_agreement_signed_september_17.pdf

AVISO

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de MAPFRE con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de MAPFRE o de Fundación MAPFRE. El documento presenta y recopila datos, opiniones y estimaciones relativas al momento en que fue elaborado, los cuales fueron preparados directamente por el Servicio de Estudios de MAPFRE, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por el Servicio de Estudios de MAPFRE. Por lo tanto, MAPFRE y Fundación MAPFRE declina expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones contenidas en este documento han sido preparadas a partir de metodologías generalmente aceptadas y deben ser consideradas solo como previsiones o proyecciones, en la medida en que los resultados obtenidos de datos históricos, positivos o negativos, no pueden considerarse como una garantía de su desempeño futuro. Asimismo, este documento y su contenido está sujeto a cambios dependiendo de variables tales como el contexto económico y el comportamiento de los mercados. En esa medida, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

Este documento y su contenido no constituye, de forma alguna, una oferta, invitación o solicitud de compra, participación o desinversión en instrumentos o activos financieros. Este documento o su contenido no podrán formar parte de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. En lo que se refiere a la inversión en activos financieros relacionados con las variables económicas analizadas en este documento, los lectores de este estudio deben ser conscientes de que bajo ninguna circunstancia deben basar sus decisiones de inversión en la información contenida en este documento. Las personas o entidades que ofrecen productos de inversión a inversores potenciales están legalmente obligadas a proporcionar la información necesaria para tomar una decisión de inversión adecuada. Por lo anterior, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida o daño, directo o indirecto, que pueda derivar del uso de este documento o de su contenido para esos propósitos.

El contenido de este documento está protegido por las leyes de propiedad intelectual. Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid